



Bethlendi András  
Vértesy László

# Makrogazdasági pénzügyek

Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem  
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar  
Pénzügyek tanszék, 2020

Bethlendi András  
Vértesy László

## Makrogazdasági pénzügyek

ISBN 978-963-421-826-5

Kiadja a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem  
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, Pénzügyek tanszék  
1117 Budapest, Magyar tudósok körútja 2. Q épület

© 1-4. fejezet Bethlendi András, 2020  
© 5. fejezet Vértesy László, 2020

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítás, a nyilvános előadás, a rádió és televízióadás, valamint a fordítás jogát, az egyes fejezeteket illetően is.

All rights reserved, including reproduction, public performance, radio and television broadcasting, and translation rights, also for each chapter.

Printed in Hungary, Budapest

# Tartalomjegyzék

<b>Bevezetés .....</b>	<b>4</b>
<b>1. Pénz és pénzügyi rendszerek.....</b>	<b>5</b>
1.1. Mi a pénz?.....	5
1.2. Kriptopénzek minek tekinthetők? .....	6
1.3. Nemzetközi pénzügyi rendszer .....	10
1.4. A jelenlegi nemzetközi pénzügyi rendszer problémái .....	14
1.5. Keynes javaslata .....	18
<b>2. Monetáris politika .....</b>	<b>20</b>
2.1. A monetáris politika fogalma és célja.....	20
2.2. Alapkamat és a monetáris transzmisszó .....	22
2.3. Válság hatására a monetáris politika eszközrendszerének a megújítása .....	28
<b>3. Pénzügyi rendszer kockázatai és a pénzügyi stabilitás .....</b>	<b>32</b>
3.1. A hazai pénzügyi közvetítő rendszer fejlődéséről .....	32
3.2. A pénzügyi közvetítő rendszer és a reálgazdaság kapcsolata .....	36
3.3. Hitelpiaci tökéletlenségek.....	40
3.4. Makroprudenciális politikák .....	45
3.5. Esettanulmány.....	48
<b>4. A tőkepiac reálgazdasági és pénzügyi stabilitási szerepe .....</b>	<b>55</b>
4.1. Tőkepiaci alapfogalmak.....	55
4.2. Banki vs. tőkepiaci alapú pénzügyi rendszerek.....	58
4.3. A szétagtagolt és alapvetően banki alapú európai pénzügyi rendszer ...	61
4.4. A Tőkepiaci unió .....	62
<b>5. Közpénzügyek és államháztartástan .....</b>	<b>65</b>
5.1. Fiskális politika .....	66
5.2. A közfeladatok és a kiadások, bevételek rendszere.....	76
5.3. Közterhek – adók és adózás.....	88
5.4. Államadósság.....	99

# Makrogazdasági pénzügyek

## Bevezetés

Korunkban az emberi lét legtöbb dimenzióját nagymértékben áthatja a pénz, a gazdasági érték mérésének kényszere. Ugyanakkor ez a fajta elanyagiasodás az emberiség történelmének csak másodpercnyi töredékét jellemzi. Az ember történetének döntő részében nem volt jelen a pénz. Az esetleges többletet az egyes közösségek közvetlen csere formájában cserélték el egymás között. A kb. tízezer éve meginduló mezőgazdasági forradalom egyre több árutöbbletet eredményezett. Az emberiség az önellátásról szép lassan áttért az árutermelő gazdálkodásra és elterjedt az árucserét megkönnyítő közvetítő eszköz a pénz. Ugyanis a termékek egyszerű cseréje hamar gátja lett a gazdasági aktivitás bővülésének. Ezért szükségessé vált egy általánosan (közelebbi-távolabbi közösségek által) elfogadott csereeszköz bevezetése. Az árutermelés és a kapcsolódó pénzgazdálkodás az utóbbi néhány száz évben kezdett exponenciálisan növekedni.

A finanszírozás kifejezés ragadja meg azt a komplex folyamatot, ahogyan a pénzügyi rendszer társadalmilag és földrajzilag kiterjedt, és a gazdasági-társadalmi viszonyokba egyre mélyebben beágyazódott. Az utóbbi évtizedekben különösen felgyorsult ez a folyamat, ma már pénzügyi globalizációról beszélünk. Ennek idő- és térbeli terjedése egybefonódott a tőke mozgás szabadságát biztosító piaci liberalizációval és deregulációval. A gyakorlatilag korlátok nélküli tőkeáramlás globális pénzügyi stabilitási kockázatokat jelenít meg. A kölcsönös összefonódások miatt egy lokális pénzügyi válság könnyen nemzetközi pénzügyi válságot is okozhat. Ma már a világ pénzügyi tranzakcióinak értéke sokszorosa a reálszféra értékteremtésének. Ha például a pénzügyi tranzakciók közül kiemeljük, a devizaadás-vételi tranzakciókat, ezek 15 napi forgalma kiadja a világ éves GDP-jét.<sup>1</sup>

A könyv célja az, hogy egy olyan általános keretet és naprakész tudást adjon az érdeklődőknek, amely segíti őket a felgyorsult pénzügyi folyamatok megértésében.

---

<sup>1</sup> Saját számítás, adatforrás: IMF és BIS.

# 1. Pénz és pénzügyi rendszerek

## 1.1. Mi a pénz?

Közgazdasági szempontból pénzként csak olyan eszközt tekinthetünk, mely képes betölteni a következő szerepeket:

- Csere/forgalmi eszköz: az árucsera közvetítésének az eszköze.
- Értékmérő: minden áru értéke benne fejeződik ki. A pénz az elszámolási egység.
- Felhalmozási eszköz: forgalomból kivonva is képes értéket, vásárlóerőt megtestesíteni.
- Fizetési eszköz: olyan gazdasági kapcsolatok közvetítésére is alkalmas, ahol nincs csere (jövedelem kifizetése, adós-hitelezői viszony), a pénz az egyoldalú érték (jövedelem) átengedést, testesít meg.

Az államok általában monopolizálják a pénzkibocsátás jogát. Tehát egy jogi aktus is kapcsolódik hozzá, így válik a pénz törvényes fizetőeszközzé (átadásával a pénztartozások teljesíthetők, kötelesek elfogadni a szereplők). Az állam jogi aktussal írja elő (innen származik a „fiat” neve is, ami „legyen”-t jelent), hogy mit fogad el kötelező érvényű törvényes fizetőeszközként. Megjegyezzük, hogy a pénzt történetileg nem a jog, hanem a gazdasági-társadalmi gyakorlat hozta létre, és önmagában a jog ma sem képes önkényesen kijelölt vagyontárgyat pénz státussal felruházni.

A pénz formája sokat változott a történelem során. A legtartósabb formája az árupénz volt, amit azért hívunk így mert önmagában is van saját értéke. Bizonyos árukat (nemesfémeket, gabona, só) kezdtek csereeszközként használni, azaz általánosan elfogadott volt, hogy más árukért fizetni lehet velük. Ezt követte az ún. vert pénzek időszaka (ezek is árupénznek tekinthetők). Ezeket valamilyen nemesfémből (általában ezüstből) kerek formában, meghatározott súllyal és tisztasággal és egy kibocsátó feliratával verték, ahol ezt utóbbi garantálta az előbbi jellemzőket. A pénz mai formája saját (belső) értékkel már nem rendelkezik. Ezt hitelpénznek is nevezzük, mivel hitelnyújtással keletkezik és a hitelvisszafizetéssel megszűnik. A hitelpénznek két fajtáját különböztetjük meg a kibocsátó szerint:

- Jegybanki (központi banki) pénz: a jegybank által kibocsátott érem, bankjegy és számlapénz. Számlapénz (jegybanki betét) csak a kereskedelmi bankok vonatkozásában állhat fenn. Ezt a pénzmennyiséget monetáris bázisnak (M0) is hívjuk.

- Kereskedelmi banki pénz: kereskedelmi bankok hitelezése által teremtett számlapénz. Összmennyisége a kereskedelmi bankok konszolidált (egymás közötti tranzakciókat kiszűrő) mérlegében szereplő betétek összessége. Az így létrehozható pénz mennyiségét a jegybankok az ún. kötelező tartalék előírással felülről bekorlátozzák. A bankoknak betétek után, azok meghatározott százalékaiban betétet kell elhelyezniük a jegybanknál, mely csökkenti a pénzteremtési lehetőségüket.

A bankok külföldi deviza, vagy értékpapír vásárlásával is pénzt teremthetnek, ill. eladásával pénzt semmisíthetnek meg.

Mivel a pénz belső érték nélküli, ezért általános használatában nagy szerepe van a közbizalomnak. A pénz teremtésének és megsemmisítésének logikájából következik, hogy a pénz mennyiségének változása eltérhet a gazdaság pénzigényétől, mely inflációt, vagy deflációt okozhat. A pénzmennyisége ezért szabályozásra szorul, az erre vonatkozó gazdaságpolitikai tevékenységet monetáris politikának hívjuk. Egy másik fontos összefüggés, hogy a monetáris politika hat a hitelek minőségére is. Például az irányadó (alap) kamat jelentősebb emelése a pénzpiaci hozamokat és így a hitelek kamatait is átárazza. A növekvő kamatterhek emelik a nem fizető (nem teljesítő) adósok számát. Jelentősebb arányú nem teljesítő hitelek esetében pedig, a bank nem képes visszafizetni a betéteket, a nála elhelyezett betétek (így a pénz) megsemmisül. Egy bank csődje rendszerszintű bankválságot okozhat, melynek hatására a gazdaság szereplőinek a bizalma meginog a bankrendszerben, elkezdik betéteiket kimenekíteni és más eszközökbe forgatni (külföldi deviza, értékpapírok). A bankrendszerrel szembeni bizalmatlanság a pénzzel kapcsolatos általános bizalmatlansággá csaphat át, mely a pénz elértéktelenedéséhez, a pénz funkcióinak megszűnéséhez vezethet. A bankrendszer stabilitása ezért kiemelt gazdaságpolitikai téma, az ún. mikro- és makroprudenciális eszközökkel törekednek a pénzügyi stabilitás biztosítására.

## 1.2. Kriptopénzek minek tekinthetők?<sup>2</sup>

Az elmúlt 5-6 évben az ún. kriptopénzek szinte berobbantak a köztudatba. Ebben a részben alapvetően a kriptopénzek közgazdasági, pénzügyi vonatkozásait vizsgáljuk. A témakör egyéb fontos vetületeit (technikai kockázatait,

---

<sup>2</sup> Felhasznált források: Aswath Damodaran (2017): The Bitcoin Boom: Asset, Currency, Commodity or Collectible? <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> és Morten Bech - Rodney Garratt (2017): Central bank cryptocurrencies. BIS Quarterly Review, September 2017

hatása a bankrendszerre, adózási kérdései, pénzmosás finanszírozása, környezetvédelmi hatása, stb.) nem tárgyaljuk.

Az Európai Központi Bank definíciója szerint a kriptopénz egy olyan virtuális fizetőeszköz, mely egy fejlesztő által kibocsátott, ellenőrzése alatt tartott és egy speciális virtuális térben létező közösség által használt és elfogadott szabályozatlan digitális pénz. A Pénzügyi Akciócsoport (Financial Action Task Force, FATF) a pénzmosás és terrorizmus finanszírozása elleni küzdelem nemzetközi standardjait meghatározó kormányközi szervezet. E szervezet definíciója szerint a virtuális fizetőeszköz olyan digitális értékmérő, amely betölti a pénz funkciót (csere-, értékmérő-, fizetési és felhalmozási eszköz) azonban nem minősül törvényes fizetőeszköznek egy joghatóság alatt sem. A fenti meghatározásokat részben vitatni fogjuk, elsősorban abból a szempontból, hogy valóban képesek-e a kriptopénznek a fenti pénz funkciókat betölteni.

A fizetésre használható virtuális eszközök, így a legismertebb Bitcoin, fő sajátosságai a következők:

- Csak elektronikus formában létezik.
- Kibocsátója nem egy intézmény, amely a kibocsátáshoz kapcsolódóan kötelezettségekkel és felelősséggel is rendelkezik, hanem a felhasználók közössége.
- A tranzakciók peer-to-peer, azaz decentralizáltan a partnerek között közvetlenül történik. Szemben a hagyományos pénzekhez, ahol átutalás esetén központi elszámolás történik.

Ilyen eszközhöz ún. „bányászat” útján (mely egy nagy számítási kapacitást igénylő szoftver segítségével történik), törvényes fizető eszközért történő vásárlással, valamint kereskedőként, szolgáltatóként az áru, illetve szolgáltatás ellenértékeként elfogadva lehet hozzájutni. Ezen eszközök ún. virtuális pénztárcában tárolhatók. Ezen eszközök egy olyan decentralizált rendszerben működnek, amelyben a tranzakciók lebonyolítása a rendszer résztvevői által közösen biztosított erőforrások felhasználásával történik, a tranzakciók lebonyolításának végleges jóváhagyása pedig a rendszer résztvevőinek a visszajelzésén alapul.

Minden befektetésnek az alábbi négy csoport egyikébe kell tartoznia, ezen csoportosításba igyekszünk a kriptopénzeket elhelyezni.

1. CF generáló eszköz: az eszköz generálja vagy várhatóan generálni fog egy pénzáramlást a tulajdonosának. Egy vállalkozás mindenképpen egy ilyen

eszköznek tekinthető, mert a tulajdonosa igényt tart az üzleti tevékenységből eredő pénzáramokra. De nem csak a részvénytulajdon, hanem az egyéb kapcsolódó követelés (hitelek, kötvények, opciók) is ide tartoznak. Az értékük kiszámítható.

2. Áru: az áru vagyoni értékkel bíró, forgalom-képes, birtokba vehető dolog, illetve dolog módjára hasznosítható természeti erő. Az áru értékét az adja, hogy nyersanyagként felhasználásra kerül valamilyen szükséglet kielégítése céljából, legyen az energia, élelmiszer vagy menedék. Bár az áruk értéke is becsülhető az áru iránti kereslet és kínálat figyelembevételével, ugyanakkor a jellemző hosszú átfutási idők miatt az értékelési folyamatot sokkal nehezebbé teszik, mint egy CF termelő eszköz esetében.
3. Pénz: definícióját már ismertettük. Önmagában a pénz nem rendelkezik pénzáramlással, és nem értékelhető, de más valutákkal szemben árazható.
4. Gyűjthető dolog: nem rendelkezik pénzáramlással, és nem csereeszköz, de lehet esztétikai, és/vagy használati értéke (például egy festmény vagy régi bútor) vagy érzelmi kötődést (Zámbó Jimmy dedikált fényképe) válthat ki. A gyűjthető nem értékelhető, mivel nem termel pénzáramlást, de árazzák attól függően, hogy az emberek mennyire érdeklődnek iránta, ill. mennyire szűkösek.

A következőkben a virtuális eszközöket megkíséreljük besorolni a fenti kategóriarendszerbe.

- A virtuális pénzek nem eszközök, hiszen nem termelnek önálló pénzáramlást azok számára, akik tartják (amíg el nem adja).
- Nem árucikk, mert nem nyersanyag, amely felhasználható valami hasznos termék előállításához.

Az a választás marad, hogy a virtuális pénzek pénznek tekinthetők-e, vagy valamilyen gyűjthető dolognak. Az alábbiakban pénz fő funkció és jellemzőit összevetjük a virtuális pénzek tulajdonságaival:

A virtuális eszközök pénz szerepe nem tud erősödni addig, amíg a mennyiségükkel és értékükkel kapcsolatos problémák legalább részben meg nem oldódnak:

- Adott virtuális deviza – például BitCoin – programja úgy lett kialakítva, hogy maximalizálták az előállítható BitCoin-nok számát (21 millió darab). A modern gazdaságoknak óriási a pénzmennyiség iránti igénye és ez ráadásul rugalmasan változik időben. A BitCoin ezen pénzszükséglet mennyiségi és rugalmas kiszolgálására nem képes. Ha egy digitális pénz korlátlan mennyiségű lenne, akkor értéktelenné válna.



Ha korlátos, de mennyisége rugalmas, akkor pedig kérdésként adódik, hogy ki, vagy milyen algoritmus határozza meg rugalmasan a mennyiségét.

- A virtuális devizák (sok száz van) – összességében – már megoldják a mennyiségi problémát. De ezek minősége, értéke, egy bábeli zűrzavarhoz hasonló.
- Egy terméknek kriptodevizában kifejezett ára az emberek többségének jelenleg nem mond semmit, ezért nem tekinthető általános értékmérőnek.

### Deviza és virtuális pénz

	Hivatalos deviza (dollar, forint)	Virtuális pénzek
<b>Általános értékmérő</b>	Igen, minden piacra kerülő áru, eszköz értéke kifejezhető vele.	Korlátozott.
<b>Csereeszköz</b>	Igen	Csak csekély elfogadottságú, cserefunkció jelenleg korlátozott.
<b>Érékátadás eszköze</b>	Igen	Csak csekély elfogadottságú.
<b>Felhalmozási</b>	Igen	Nem alkalmas, túl volatilis hozzá az értéke.
<b>Világpénz</b>	Dollar igen	Nem alkalmas: globálisan és hivatalosan elfogadottnak kell lennie hozzá.
<b>Mennyisége</b>	Rugalmasan alakítható, alakul, a gazdaság pénzigénye szerint.	Nem képes rugalmasan el látni a gazdaságot megfelelő mennyiségű pénzzel.

Ugyanakkor meg kell említenünk azt a tendenciát, hogy a jegybankok is aktívan vizsgálják a jelenséget és annak a lehetőségét, hogy saját jegybanki kriptodevizát vezessenek be. Ez a megoldás a fent vázolt problémák egy jelentős részét megoldaná. A kriptodevizák két fő tulajdonságát megtartva (elektronikusak, peer-to-peer tranzakciók), de már a központi bank által kerülőnek kibocsátásra. Lehetséges, hogy az ilyen, egy adott intézmény által kibocsátott és ellenőrzött kriptopénzek jelentik majd a további fejlődés útját. Tehát a már kialakult korlátozott pénzszeret mellett két további lehetséges kimenetelt szeretnénk bemutatni:

- A millenniumi nemzedék aranya: ebben a forgatókönyvben a Bitcoin menedéket kínál azok számára, akik nem bíznak a központi bankokban, a kormányokban és a fiat valutákban. Érdekes, hogy a Bitcoin nyelvezete tele van bányászati terminológiával, amivel azt sugallja (szándékosan, vagy sem azt nem tudjuk), hogy az aranyhoz hasonlóan ki kell termelni. A virtuális pénz mennyiségi korlátja is ezt a felhalmozási funkciót erősíti.
- A 21. századi tulipánhagyma örület: ebben a legrosszabb forgatókönyvben a Bitcoin olyan, mint egy hullócsillag. A folyamat egyre több pénzt vonz, ahogyan ismertebbé válik és az árak emelkednek. A folyamatot az olyanok táplálják, akik könnyű nyereségforrást látnak benne. Ezen jellemzők miatt 2018 elején például a Világbank elnöke, Jim Yong Kim piramisjátékhoz hasonlította a kriptopénzeket, illetve megkérdőjelezte a digitális pénzek legitimitását. Ha ez megtörténik, a Bitcoin és társainak esete nagyban hasonlítana a tulipánhagyma örülethez, amely Hollandiában a XVI. százszázadban történt, amikor is a tulipánhagymák értéke óriási magasságokba emelkedett, mielőtt teljesen összeomlott volna.

### 1.3. Nemzetközi pénzügyi rendszer

Az első átfogó nemzetközi pénzügyi rendszert aranystandard rendszernek nevezzük, mely a 19. század 70-es éveitől az első világháborúig állt fenn. Ebben a rendszerben az országok meghatározták valutájuk aranytartalmát, ún. aranyparitását (belső értékét). A forgalom pénzigényét az aranyérmék mellett még nagy mennyiségű pénzhelyettesítő, bankjegy (jegybankpénzt) szolgálta. A jegybankok kötelezettséget vállaltak, hogy a meghatározott paritáson a bankjegyeket kívánságra beváltják aranyra. A rendszer jellemzője volt még az arany és a pénzhelyettesítők szabad nemzetközi forgalma. A fizetési mérleg egyensúlyának megbomlása egyensúlytalanságot eredményez a devizapiacra. Deficit esetén a külföldi valuta kereslete (az importőrök és a tőkeexportőrök részéről) meghaladta a valuta (exportőröktől és tőkeimportőröktől származó) kínálatát, vagy másként kifejezve: a hazai valuta kínálata meghaladta az iránta való keresletet, ezért a hazai valuta árfolyama csökkent a külföldi fizetőeszközben kifejezve. De ez a gyengülés csak korlátozott lehetett: ilyenkor ugyanis az importőrök és a tőkeexportőrök a dráguló devizapiac helyett hazai valutájukat aranyra konvertálták a jegybankban, és az aranyat a pénzköltés célországának jegybankjában helyi valutára váltották át. Az arany külföldre történő szállításának a költségei határozták meg az ún. aranypontokat, amit a valuták – aranyparitáshoz képesti – devizapiaci le-

vagy felértékelődése nem tudott túllépni. Az aranytartalékok csökkenése (sokszor ennek csak veszélye) pedig a viszontleszámlázási kamatláb – ebben az időben a monetáris politika fő eszköze – emelésére késztette a jegybankot. A monetáris szigorítás pedig beindította a fizetési egyensúlyhiány korrigálásának folyamatát.

Az első világháború kitörésével az országok felfüggesztették valutáik aranyra való átválthatóságát és igyekeztek bekorlátozni az arany országból való kiáramlását. A nemzetközi aranystandard rendszer ezzel megszűnt létezni.

## A fizetési mérleg fogalma

A fizetési mérleg egy adott ország külfölddel folytatott pénzügyi folyamatait tükrözi valamilyen időszak alatt. Két fő részből áll:

Folyó fizetési mérleg: azokat az elszámolásokat, fizetéseket tartalmazza, amelyek az ország külfölddel szembeni végleges (nem visszafizetendő) bevételeit és kiadásait jelentik. Bevételi oldalon a legfontosabb tételek az exportárbevétel, de ide tartozik a turizmusból származó bevételek is, valamint az ország szereplői által külföldön eszközölt befektetések után kapott osztalék és egyéb nyereségrészesedés, a külföldre nyújtott kölcsönök után kapott kamat, valamint az állampolgárok által külföldön végzett munkáért kapott fizetés. A kiadási oldal fő tételei: importkiadások, a belföldi turisták külföldi költekezése, a külföldi adósságokra fizetett kamat, a külföldieknek a belföldön levő befektetései után fizetett osztalék, a külföldieknek a belföldön végzett munkáért fizetett bér. A fizetési mérleg folyó részébe tartoznak még az ún. egyoldalú (ellentételezés nélküli) átutalások is: kapott/fizetett segélyek, támogatások.

Tőkemérleg: azt mutatja meg, hogy az adott időszakban a folyó fizetési mérlegben kialakuló egyensúlyhiány (többség/szufficit, vagy hiány/deficit) pénzügyileg hogyan rendeződik. A deficitet valamilyen forrásból finanszírozni szükséges, a bevételi többletet pedig valahova ki kell helyezni, fel kell használni. A tőkemérleget a mozgások lejáratára alapján két részre bontjuk: hosszú és rövid lejáratú tőkemozgások.

- A hosszú lejáratú tőkemozgások mérlegébe tartoznak a tőkebefektetések és a kölcsönök. A tőkebefektetések további két csoportra bonthatók: működőtőke- és portfólió-befektetések. A működőtőke-befektetés esetén a külföldi belföldi vállalatot alapít, vagy meglévő belföldi vállalatot vesz meg részben vagy egészben. De ide tartozik ezen befektetésének visszaforgatott eredménye. A portfólió-befektetés azt jelenti, hogy a külföldi csak egy kis részét szerzi meg a belföldön létesülő, vagy működő vállalatnak (például tőzsdén keresztül veszi meg a részesedést). Tehát általában nincs érdemi befolyással a vállalat életére. A befektető célja elsősorban, hogy a vállalat értékének növekedéséből (osztalékából)

profitáljon, ezért gyakran nem szakmai, hanem pénzügyi befektetőknek is hívjuk őket. A hosszú lejáratú tőkemozgások másik csoportja a hosszú lejáratú (éven túli) kölcsönök. Ide tartozik az állam, az önkormányzatok, a vállalatok által kibocsátott kötények külföldiek által történő vásárlása, valamint a külföldről nyújtott, egy évet meghaladó lejáratú bankhitelek, vállalatközi hitelek is. A hosszú lejáratú tőkemozgások mérlege kitüntetett figyelmet élvez egy tartós folyó fizetési mérlegben hiány esetén, mert az mutatja meg, hogy az egyensúlyhiányt milyen mértékben sikerült tartós forrásból fedezni.

- A rövidlejáratú (egy évnél rövidebb) lejáratú tőkemozgások közé tartoznak a rövid lejáratú hitelek, kölcsönök és értékpapírok (pl. kincstárjegyek), melyet a külföldiek nyújtanak belföldieknek, vagy vásárolnak meg belföldi kibocsátótól. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összesített egyenlege jelenti a fizetési mérleg tényleges egyenlegét, mely az ország finanszírozási pozícióját (képességét) jellemzi a külfölddel szemben. Ha a fizetési mérleg egyenlege negatív, az azt jelenti, hogy az országból több valuta áramlott ki, mint amennyi beáramlott. Ezt a különbözetet a központi bank devizatartalékainak csökkenésében jelentkezik. A fizetési mérleg hiánya a központi bank devizatartalékainak csökkenését jelenti. Ha a fizetési mérleg tartósan deficites, a devizatartalékok kifogyhatnak. Ilyenkor külföldi hitelt kell felvenni, aminek kamatai is a fizetési mérleget terhelik. Akkor a legsúlyosabb a helyzet, ha a kamatokat már csak hitelből tudják törleszteni. Ezt a helyzetet nevezik adósságcsapdának, és az ország fizetéseképtelenségéhez vezethet.

A jegybanki devizatartalékok megfelelő nagyságának meghatározására az egyik leggyakrabban használt szabály, az ún. Giudotti-szabály, mely szerint legalább olyan mértékű devizatartalékokot kell kialakítani, mely fedezni tudja az adott ország egy éven belül lejáró külföldi adósságai. Így ha a külső finanszírozás le is áll, még akkor is biztosítható a devizatartalékból a lejáró külső adósság visszafizetése, így elkerülhető az adott ország csődje.

A két világháború közötti időszakban nem sikerült átfogó nemzetközi monetáris rendszert kialakítani. Egyes országok próbáltak visszatérni az aranyalapú pénzrendszerre. Ezt a visszatérést alapjaiban megnehezítette, hogy az arany országok közötti eloszlása nagyon egyenetlenné vált. A nemzetközi politikai helyzet sem erősítette ezt a folyamatot, sok ország bezárkózó gazdaságpolitikát folytatott. Más országok versenyképességük erősítése érdekében leértékelték devizájukat a versenytársak devizájához képest, ill. devizakorlátozást vezettek be.

A nagy gazdasági világválság egyik tapasztalata éppen az volt, hogy a monetáris politika szakadjon el a rendelkezésre álló arany mennyiségétől és a gazdaság pénzigényéhez igazítsa a pénzkínálatot. Az egységes nemzetközi pénzügyi rendszer hiánya, a rossz tapasztalatok oda vezettek, hogy a szövetséges hatalmak már a háború vége előtt, 1944-ben megállapodtak a háború

utáni nemzetközi pénzügyi rendszer alapelveiről. Ezt a rendszert a megállapodást eredményező konferencia helyszínéről Bretton Woods-i rendszernek nevezték el.

Az új rendszerben az Egyesült Államok pénzneme a dollár lett a világpénz. Egyedül a dollárnak határozták meg az aranytartalmát (35 USD/uncia). Azonban csak a rendszerben részt vevő országok konvertálhatták át a dollárt arannyá. A rendszerben a tagországok pénzei fix árfolyammal ( $\pm 1\%$ -os sávon mellett) kötődtek a dollárhoz, így indirekten aranytartalmat kaptak. A fix árfolyamot devizapiaci beavatkozással tartották meg a tagországok. A fix árfolyam (paritás) megváltoztatására csak jelentősebb egyensúlyhiány esetén volt lehetőség. A rendszer működését a Nemzetközi Valutaalap (IMF) felügyelte, alapvető feladata az országok fizetési mérleg problémáinak a kezelése és finanszírozása volt. Ugyanakkor a rendszer, ahogyan később be is fogjuk mutatni a tartós folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságokat valójában nem tudta kezelni. A vietnámi háború hatására az USA fizetési mérlege tartósan és jelentősen passzívvá vált. Jelentős dollár túlkínálat alakult ki, a dollár-arany árfolyamot egyre kevésbé lehetett fenntartani. 1971-ben felfüggesztették a dollár aranyra való átváltását és első ízben leértékelték a dollárt. Ez a Bretton Woods-i rendszer végét is jelentette.

A liberális közgazdászok ekkor már régóta ajánlották a lebegő árfolyamokra való áttérést és hatósági intervenció nélkül, tisztán a piaci mechanizmusokra bízni a devizaárfolyamok és ezen keresztül fizetési mérleg egyensúlyának a megteremtését. A fő piaci mechanizmus szerintük a következő: a deficit leértékeli a deficit ország devizáját (túlkínálata miatt), a gyengébb árfolyam növeli az export versenyképességét (külföldiek számára olcsóbbá válnak a termékek) és fékezi az importot (belföldieknek meg egyre drágább az import áru). Szufficit esetén ezzel fordított mechanizmus történik. A gyakorlatban a tisztán fix és lebegő árfolyam között számos változat jött létre: csúszó árfolyam-leértékelés rendszere, változtatható árfolyam, piszkos lebegtetés. A lebegő árfolyamoknál a piaci folyamatok – jelentős részben a spekuláció hatására – a gyakorlatban nem biztosítják a várt egyensúlyi mechanizmusokat.

A Bretton Woods-i rendszer felbomlását követően nem jött létre új nemzetközi pénzügyi rendszer, a jelenlegi rendszer tulajdonképpen annak szerves folytatásának tekinthető, hiszen a Bretton Woods-i rendszer intézményei – Nemzetközi Valutaalap (IMF) és Világbank (WB) és az amerikai dollár meghatározó szerepet játszanak. Ezért is tartjuk fontosnak a Bretton Woods-i rendszer létrehozásának két meghatározó szerepköje közötti szakmai vita bemutatását.

## 1.4. A jelenlegi nemzetközi pénzügyi rendszer problémái<sup>3</sup>

Mai napig érvényes relevanciája miatt be szeretnénk mutatni Bretton Woods-i nemzetközi pénzügyi rendszer létrehozásának két meghatározó szakértőjének - John Maynard Keynes és „ellenfele” Harry Dexter White – a nézetét, ill. az ő vitájukat. Igaz a vitát alapvetően az Egyesült Államok (White) és Nagy-Britannia (Keynes) erő- és érdekviszonya döntötte el és kevésbé a szakmai szempontok. Szakolczaival<sup>4</sup> egyetértve Keynes egész tevékenysége és összes műve egyértelműen utolsó vállalkozása felé mutat a nemzetközi pénzügyi rendszer Keynes-i rendjének kialakítása felé. Az így kialakított rendszer a Keynes-i általános elmélet nemzetközi kiterjesztésének tekinthető és Keynes-i általános nemzetközi elméletnek is nevezhető. Bretton Woodsban az Egyesült Államok nézetét White fogalmazta meg és képviselte. Az ő nézetét legalább olyan fontosnak tartjuk, mivel a gyakorlatban ez valósult meg, mely azóta is érezteti a hatását.

Keynes a Háború utáni valutapolitika és Javaslatok egy nemzetközi valuta unióra című írásaiban foglalta össze erre vonatkozó nézeteit.<sup>5</sup> Keynes helyzetelemzésének a fő elemei a következők, melyek véleményünk szerint mind a mai napig érvényesek:

- Amióta pénzügyi rendszerek léteznek – egy-két rövid időszakoktól eltekintve - még soha nem sikerült megoldani az országok közötti fizetési mérleg problémákat.
- Minden tapasztalatot nélkülöző doktriner illúzió, hogy bármilyen laissez faire passer mechanizmus (szabadon lebegő árfolyam, tőke szabad mozgása, deflációs folyamatok, stb.) képes az egyensúlyt kialakítani és fenntartani. Ezt semmilyen gazdaságpolitikai tapasztalt nem támasztja

---

<sup>3</sup> A fejezet a következő cikk alapján íródott: Bethlendi András (2018): Sovereign defaults and how to handle them. Global economic order vs. national economic policy interests – the examples of Greece, Hungary and Ukraine. Polgári Szemlében megjelenés alatt.

<sup>4</sup> Szakolczai, Gy. (2017): Keynes és White szerepe a Nemzetközi Valutaalap létrehozásában és a Bretton Woods-i értekezlet. Közgazdasági Szemle, LXIV. évf., 2017. január (74–96. o.)

<sup>5</sup> Keynes, J. M. (1941a): Post-War Currency Policy (8th September). Megjelent: Keynes (1940–1944/1980) 21–40. o.

Keynes, J. M. (1941b): Proposals for an International Currency Union (20th November). Megjelent: Keynes (1940–1944/1980) 43–66. o.

alá. Az egyensúlytalanságok tartósak és rendszerint fizetési mérleg (adósság) válságokba torkolnak.

- A szabad tőkemozgás az egyensúlytalanságokat gyakran csak felerősíti: tartósan deficités (ezért nehéz pénzügyi helyzetű) országokból a pénztőke a tartósan aktív országokba áramlik. Spekulatív tőkék száguldanak a világban szétzilálva a stabil (reál) vállalkozásokat. Összeségében a piaci tőkeáramlások az egyensúlytalansági problémákat csak súlyosbítják.
- Az egyensúlyzavarért a többletországok éppúgy felelősek, mint a hiánysz országok. Elégtelen belső keresletüket exporttal pótolják.
- Keynes már akkor felismerte a közgazdaságtanban később ún. Mundell-Fleming néven megfogalmazott trilemma lényegét. Egy nyitott, kis gazdaságban nem lehet egyszerre szabad tőkeforgalom, rögzített valutaárfolyam és független makroökonómia (monetáris politika). Ez a trilemma gazdaságpolitika szemszögéből egy dilemmára egyszerűsíthető: közjót szolgáló nemzeti gazdaságpolitika, vagy a nemzetközi rend kap elsőbbséget.
- A fenti problémák kezelésére szükséges egy szupranacionális intézmény felállítása a nemzetközi pénzügyi rendszer kialakítása és működtetés terén.

White a klasszikus közgazdasági gondolkodás talaján állva a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitását helyezi előtérbe, alapvetően a fix árfolyam-rendszer híve volt. Nézetében az adós tartozik alapvetően felelősséggel az egyensúlytalanságért és a túlzott eladósodottságért. Ugyanakkor Keynes-hez hasonlóan elismeri bizonyos tőkeáramlások kontrolljának és a fix árfolyamok szükség eseti kiigazításának a szükségességét. Az egész javaslatában az Egyesült Államok domináns szerepének kialakítására törekszik a Bretton-Woodsi rendszerben, tehát egy országot a többi fölé emel gazdasági-politikai súlyánál fogva. Kifigurázza Keynes egy új nemzetközi valutára vonatkozó javaslatát a saját arany-dollár standard javaslatával szemben, holott az ő „dollarstandard” javaslata később a gyakorlatban megbukott. Az IMF működését is alapvetően bankszerűen és nem klíring központ-szerűen képzei el, ahol a tagországok adják össze a szervezt működéséhez szükséges tőkét. A tőké hozzájárulás nagysága az igénybevehető hitel nagyságát, valamint az ország szavazati arányát is meghatározza.

Az eurozónán belüli nemzetközi gazdasági viszonyokat teljesen jól leírja Keynes helyzetelemzése. A 2010-es szuverén adósságválság során a bajba jutott – elsősorban mediterrán és egyes KKE – országok folyó fizetési mérlege

tartósan deficités volt 2008-at megelőző években. A folyamatos deficit-szufficit állapot egy jelentős adós-hitelező állományt épített fel, melyet az EU fejlettebb (core) országainak a magánpénzügyi intézményrendszere közvetített 2008-at megelőzően. Ezen pénzügyi intézmények hatékonyan közvetítették a core országokbeli megtakarításokat a mediterrán és KKE országok felé, azok állami, önkormányzati, vállalati és lakossági hiteligényét így a core országok megtakarítói indirekten megfinanszírozták. A fentiek alapján a szuverén válság alapvetően versenyképességi – EU-n belüli megrekedő felzárkózási folyamat – problémára vezethető vissza. Ez azért is fontos, mert ez egyben a válság nem megfelelő kezelését is jelentette. Az európai döntéshozók jelentős fiskális kiigazítást követeltek a bajba jutott országoktól. Holott például a válság sújtotta Írországra és Spanyolországra kisebb államadósság és költségvetési deficit volt a jellemző, mint a legtöbb eurózóna országra. Így összességében morálisan is kétséges az egész folyamat (például a lusta görögözés az európai sajtóban stb.), hiszen kiemelten Németország külkereskedelmi többletét, ezzel a német jólétet, de facto német hiteleken keresztül finanszírozták a lemaradók (például a görögök). Németország és az EU pedig semmilyen érdemi görög versenyképesség javítási programot nem végzett. A jelen írásnak nem tárgya a különböző EU-s regionális fejlesztési programok hatékonyságának megítélése, ugyanakkor tény, hogy érdemi felzárkózásról nem beszélhetünk 2007 és 2016 között, melyet jól kifejez a periféria országok Németországhoz viszonyított relatív gazdasági fejlettségének változása. A lenti táblázatban látható periféria országok átlagos (súlyozatlan) egy főre jutó GDP-je 42%-a volt a német értéknek 2007-ben. 2016-ra ez az átlagos érték 38%-ra csökkent. Az országonkénti változást az alábbi ábra szemlélteti.

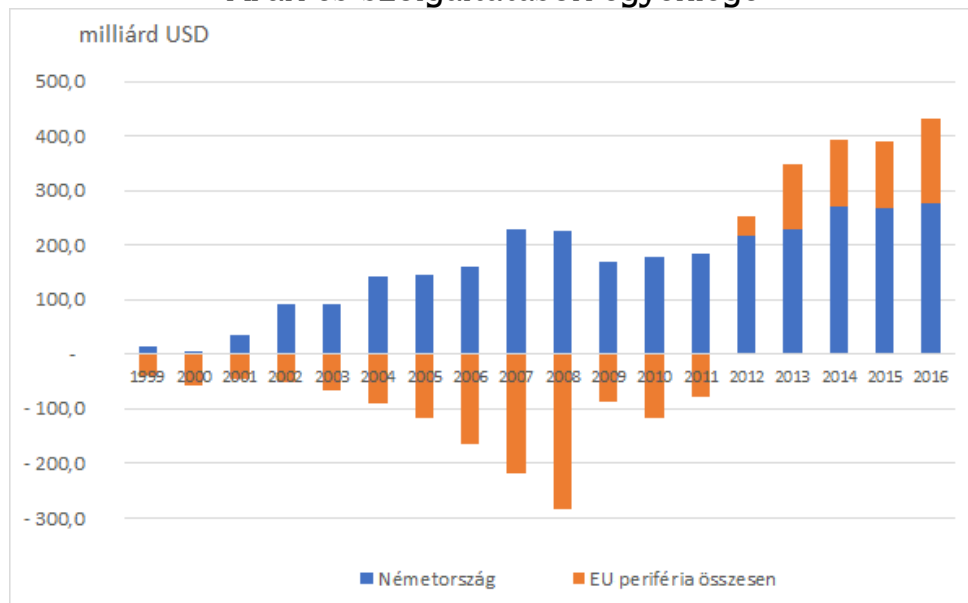
### Euroban kifejezett egy főre eső GDP a német érték arányában százalékpontos változása 2007 - 2016

Bulgária	Cseh-ország	Észt-ország	Görög-ország	Spanyol-ország	Olasz-ország	Ciprus	Lett-ország	Litvánia
4%	1%	3%	-26%	-14%	-16%	-18%	0%	6%
Magyar-ország	Lengyel-ország	Portugália	Románia	Szlovénia	Szlovákia	Albánia	Szerbia	
-2%	3%	-7%	3%	-5%	6%	1%	0%	

Forrás: Eurostat, saját számítás



## Áruk és szolgáltatások egyenlege



Megjegyzés: periféria országok alatt a fenti táblázatban szereplő országok összességét értjük. Forrás: IMF, saját számítás

A fenti gazdaságpolitikai dilemma különösen aktuális az euróövezethez való csatlakozás megítéléséhez. Az eurózónában a közgazdasági gondolkodás fő iránya az, hogy minden országnak fenn kell tartani az áru- és tőke teljesen szabad áramlását rögzített árfolyam mellett a saját fejlődést segítő önálló gazdaságpolitika kárára. Tehát a nemzetközi rend, a szabad tőke mozgás abszolút elsőbbséget élvez. Ezt a 2010 utáni görög szuverénválság kezelésének a példája is jól mutatta. A görögök - többek között - nem élhettek a tőke és az áru forgalom átmeneti korlátozásával, fizetőeszközök leértékelésével, mint kézenfekvő stabilizációs eszközökkel, csak fiskális megszorítással és deflációval operálhattak. A fentiek alapján az eurózóna csatlakozás azoknak az országoknak lehet leginkább az érdeke, melyeknek a gazdasága szoros összhangban van a zóna magországainak gazdaságaival. Ez egyben közel azonos gazdasági fejlettséget és szerkezetet is jelent, ilyen esetekben ugyanis az önálló gazdaságpolitika feladása nem vezet érdekkonfliktushoz. Megjegyezzük, hogy vannak olyan nemzetgazdaságok, melyek a tőke és áru mozgásának kontrollját nem adták fel. Erre jó példa Kína, mely mutatja, hogy jelentős tőkekorlátozás mellett is fenn lehet tartani tartós gazdasági felzárkózást. A Mundell-Fleming trilemmából ők a független gazdaságpolitikát és fix árfolyam párost választották.

## 1.5. Keynes javaslata

Mai napig aktuális jelentősége miatt az alábbiakban összefoglaljuk Keynes Bretton Woods-i rendszerre vonatkozó javaslatának fő elemeit Szakolczai alapján.<sup>6</sup>

1. Nemzetközi szinten is ugyanazt kell létrehozni, mint az egyes országok szintjén: nemzetközi bankrendszert egy nemzetközi klíring (elszámolási) unióival. Ennek előfeltétele egy olyan nemzetközi pénz megléte, amit minden tagállam központi bankja elfogad, az országok közötti elszámolásokat ebben vezetik. Ez a nemzetközi pénz nem lehet azonos egyik ország nemzeti valutájával sem, mert más a funkciója, az országok közötti elszámolást szolgálja.
2. A klíringközpontnak nincs szüksége tőkére, mivel a szuficites országok többlete, meg kell egyezzen a deficites országok hiányával.
3. Minden ország automatikus folyószámlahittel rendelkezik, a hitelező-adós pozíciót az országok nem egymással, hanem a klíringközponttal szemben alakítják ki.
4. A rendszer alapelve, hogy az egyensúlyzavarért a többlettel rendelkező országok ugyanannyira felelősek, mint a hiánnyal rendelkezők. Ezért a kiigazítás terhét a két fél között meg kell osztani. Tehát nem csak a hiányországokban van szükség restriktív politikára, hanem a többlet országokban expanziós (saját belső keresletet növelő) politikát is be kell vezetni.
5. Az adós országok ne fizessenek kamatot a hitelezőknek, hanem csupán 1–2%-os díjat a klíringközpontnak. Ugyanakkor a hitelezők nem hogy kamatot ne kapjanak, hanem ők is fizessék ki azt az 1-2%-os díjat a klíringközpontnak, hiszen ők is felelősek az egyensúlyzavarért.
6. Amennyiben a hitelnyújtás nem hoz megoldást, a második javasolt lépés a leértékelés. A klíringunió szerepe itt a leértékelési verseny megakadályozása.
7. Ha az előbbi sem bizonyul elegendőnek, akkor a hiányországoknak joguk van importkorlátozó intézkedéseket hozni. Felfogása szerint a nemzetközi kereskedelem szabadságának a bővítése, ha a helyezett úgy kívánja, átmenetileg visszafordítható.

---

<sup>6</sup> Szakolczai, Gy. (2017): Keynes és White szerepe a Nemzetközi Valutaalap létrehozásában és a Bretton Woods-i értekezlet. Közgazdasági Szemle, LXIV. évf., 2017. január (74–96. o.)

8. A következő eszköz a többlet országban a belföldi kereslet élénkítése. Ha így is tartósan többlettel rendelkeznek, akkor ennek mértékét a fejlődő országoknak nyújtott fejlesztési hitelekre, vagy ezekbe irányuló beruházásokra kell fordítani.
9. A rendszer fontos eleme a nemzetközi tőkeforgalom ellenőrzése és a spekulatív tőkemozgások korlátozása.
10. Ugyanakkor Keynes is elismeri, hogyha a fenti eszközök is eredménytelenek, akkor vélhetően az adott országnak nincs meg a gazdasági kapacitása az adott életszínvonal fenntartására, tehát a restrikcióna is szükség van.

A fenti eszközök alkalmasak arra, hogy a fenntarthatatlan egyensúlytalanságok felépülését megakadályozzák. A fenti javaslatok legfontosabb elemei - ne nemzeti pénz legyen a világpénz; automatikus és nem tőkehozzájárulás alapú folyószámlahitel; hitelező országok felelőssége - nem kerültek elfogadásra Bretton-Woods-ban. Ugyanakkor az IMF alapító szerződésének sok pontját látszik Keynes szellemi öröksége.<sup>7</sup> Az IMF ezt követő gyakorlata azonban egyre jobban eltávolodott tőle.

---

<sup>7</sup> Lásd: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm> Lásd például az I. cikkben: „A gazdaságpolitika alapvető célja a nemzetközi kereskedelem bővülésének és kiegyensúlyozott növekedésének elősegítése, és ezáltal a magas szintű foglalkoztatás és a reáljövedelem előmozdítása és fenntartása, valamint minden tag termelési erőforrásainak fejlesztése.”

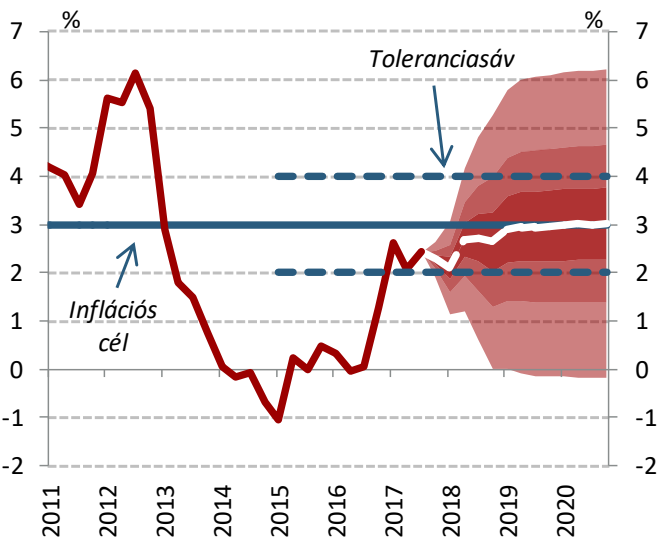
## 2. Monetáris politika

A gazdaságpolitika az állam (kormányzat) gazdaságot szabályozó, befolyásoló tevékenysége, melynek keretében a politikai értékeket és érdekeket különböző szakpolitikai eszközök alkalmazása szolgálja. Célja, hogy a gazdaság befolyásolásán keresztül a társadalom jólétét növelje. A gazdaságpolitika makrogazdasági eszközei a monetáris és fiskális politika. Ez utóbbit majd egy későbbi fejezetben fogjuk ismertetni.

A monetáris politika vitelért a központi bank felel. A monetáris politika célja és elsősorban eszközszerrendszere sokat változott az elmúlt félszáz évben. Alapvetően a jelenlegi – fejlettebb országokra jellemző - gyakorlat bemutatására törekszünk.

### 2.1. A monetáris politika fogalma és célja<sup>8</sup>

A pénzkínálat nem alkalmazkodik automatikusan a reálgazdaság pénzkeresletéhez, ami pénzügyi és reálgazdasági egyensúlytalanságokhoz vezet. Pénzügyi egyensúlytalanság jele az infláció és a defláció jelensége. Az infláció azt jelenti, hogy a gazdaságban az árszínvonal általános és tartós emelkedik. Az infláció kiemelt mérőszáma a fogyasztóiár-index. Ez a mutató a jellemzően vásárolt termékekből összeállított fogyasztói kosár ár-változását mutatja, melynek hivatalos mérését Magyarországon a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) végzi. A defláció az infláció ellentéte, azaz az árak tartósan csökkennek. Az ábra a hazai inflációs folyamatokat mutatja be. Jól látható, hogy hosszú idő után a hazai gazdaságot árstabilitás jellemzi.



<sup>8</sup> A fejezet elkészítése a következő irodalomra támaszkodtunk: MNB Monetáris politika Magyarországon (2012) <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-magyarorszagon-2012.pdf>

Ha az infláció jelentősebb mértékű, akkor az megnehezíti a gazdaság szereplőinek a döntéseit, a tervezhetőséget, ezáltal negatív hatással van a reálgazdaság teljesítményére. Ha defláció van, a gazdaság szereplői a vásárlást elhalasztják, hiszen a következő időszakban pénzük az általános árcsökkenés hatására többet fog érni. Ez a folyamat elégtelen kereslethez és elhúzódó recesszióhoz vezet. Az infláció/defláció kialakulásának okait három csoportba bonthatjuk:

- Keresletoldali (kereslet-húzta): a makrogazdasági szinten is megragadható keresletnövekedésre az egyes termelők áremelkedéssel válaszolnak, ami egy inflációs nyomást indít el a gazdaságban.
- Kínálat oldali (költség-tolta): a termelési költségek – nyersanyagok árai, bérek – általánosan emelkednek a gazdaságban és a termelők ezt az emelkedést részben vagy teljesen átháríthatják a termékek vásárlóira az árak emelésén keresztül.
- Inflációs várakozások (inflációs spirál): ha az infláció jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások magasak. A gazdaság szereplői (vállalkozók, munkavállalók) inflációs környezetre rendelkeznek be és azt a várakozásaikba folyamatosan beépítik, ezáltal generálva az inflációt.

A különböző közgazdasági elméletek konszenzusa alapján elmondható, hogy a pénzmennyisége (monetáris politika) rövidtávon képes befolyásolni a gazdasági növekedést, de hosszabb távon a reálváltozókra (foglalkoztatás, növekedés) gyakorolt hatása megszűnik. Hosszú távon tehát a pénz semleges. Ezért a monetáris politika akkor jár el a leghelyesebben ha hosszú távú reálgazdasági célok helyett elsődleges feladatának az infláció, ill. defláció elleni küzdelmet tekinti.

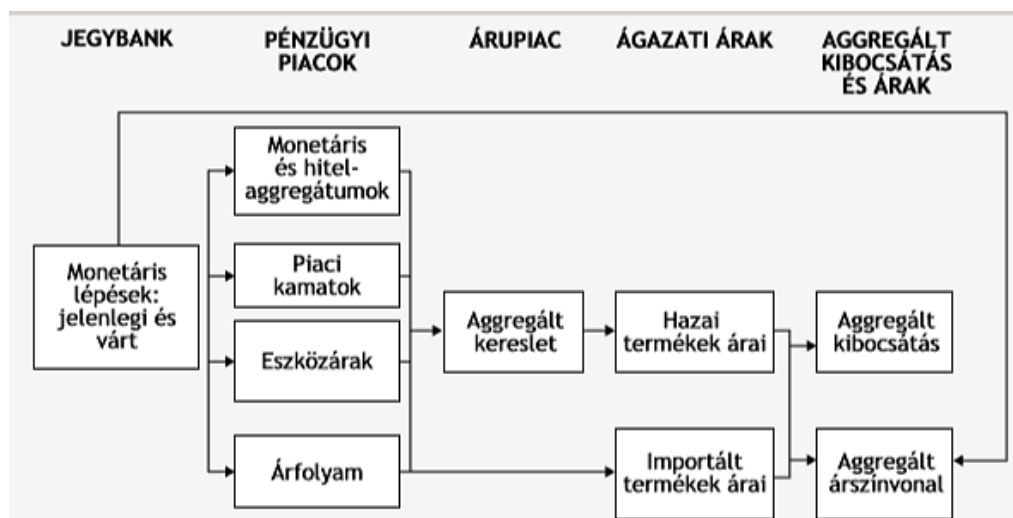
A monetáris politika célja az árstabilitás biztosítása, amely tartósan alacsony infláció és horgonyzott inflációs várakozások együttesét jelenti. Horgonyzott várakozások alatt azt értjük, hogy a gazdasági szereplői középtávon az inflációs céllal megegyező inflációra számítanak még akkor is, ha az aktuális ráta eltér a céltól. Ez tudja biztosítani, hogy az alacsony infláció tartósan fennmarad és nem egy átmeneti jelenség. A modern gazdaságpolitika felismerte, hogy a várakozásoknak, így annak alakításának, nagyon fontos szerepe van a gazdasági szereplők jelenlegi döntéseire és ezek által a jövőbeli gazdasági teljesítményre. Az ad-hoc, meglepetésszerű gazdaságpolitika egy idő után elveszti a hitelességét, a szereplők nem veszik komolyan, a bejelentéseket nem építik bele a várakozásaikba. Tehát a várakozásokat csak hiteles gazdaságpolitikával lehet pozitívan befolyásolni.

Az árstabilitás nem a nulla inflációt jelenti, hanem egy stabilan mérsékelt inflációs pályát, aminek közéértéke (inflációs cél) jegybankként eltérő, de az évi 1-4% közötti sávba esik. Ugyanis több érv is szól amellett, hogy egy alacsony, pozitív inflációs szint kedvezőbb a gazdaság olajozott működése szempontjából, mint a nulla infláció. Ezek az érvek a következők:

- Deflációs veszély: nulla infláció könnyen átcsaphat deflációba, melynek kedvezőtlen hatását már bemutattuk.
- Kamatpolitika hatásossága jelentősen lecsökken nulla kamat közelében: a jegybank legfontosabb eszköze az alapkamat, a gyakorlatban kamatcsökkentésnek azonban a nulla kamat a korlátja, tehát például defláció esetén, további kamatlazításra már nincs lehetőség. Ennek indoka az, hogy a kamatcsökkentés a nulla küszöböt átlépve már nem élénkíti, hanem gátolja a gazdasági növekedést. Mert a keresletet gyengíti és így dezinflációhoz vezet. Un. likviditási csapda alakul ki, ahol a negatív kamat a veszteséges betételhelyezéssel szemben a nulláhozamu készpénztartást erősíti. Ez pedig lecsökkenti a banki forrásokat, gyengítve a hitelezési kapacitást.
- A termékek/szolgáltatások minőségnek javulása miatt az áremelkedés természetes jelenségnek tekinthető. Ha az általános árszínvonal változatlan, akkor a termelőknek az ilyen jellegű áremelésre kevésbé van lehetősége.
- A nominális bérek általában lefelé mereveek a bérmegállapodások miatt. Enyhe infláció esetén a vállalatnak lehetősége van arra, hogy ne emelje automatikusan az inflációval a bért, ha a piaci helyzete, versenyképessége ezt nem engedi meg. Nulla inflációnál a vállalatok ezen mozgástere megszűnik.

## 2.2. Alapkamat és a monetáris transzmisszó

Alapkamatnak kiemelt szerepe a monetáris politika eszköztárában, ezért irányadó eszköznek is hívják. Ahhoz, hogy megérthessük a jegybanki kamatváltoztatások (lépések) indokait, ismernünk kell azokat a csatornákat, melyeken keresztül a monetáris politika – kiemelten a kamatpolitika - hat az inflációs és reálgazdasági folyamatokra. Ezeket a hatásmechanizmusokat transzmissziós mechanizmusnak hívjuk.



Forrás: MNB Monetáris politika Magyarországon (2012)

## Kamatcsatorna

Leggyorsabban a pénzpiaci változók reagálnak a kamatváltoztatására. Az irányadó kamat megváltoztatása legelőször a bankközi kamatokra hat. Ezen keresztül a bankok vállalati és lakossági hitel és betéti kamataira fejt ki a hatását. A vállalati hitelek nagy része változó kamatozású, a hitelek kamata a bankközi kamatokhoz (1 havi, 3 havi BUBOR) van kötve. Így ez utóbbiak befolyásolásán keresztül a jegybank közvetlenül képes módosítani a vállalatok forrásköltségét, és így a vállalatok keresletét. A lakossági hitelek – Magyarországon legalább is - kisebb mértékben vannak a bankközi kamatokhoz kötve, ott ez a hatás mérsékeltebb. Mind a vállalati, mind a lakossági betétek általában rövid kamatfixálásúak, így ezek kamatai is - kis időbeli késéssel - lekövetik a rövid lejáratú pénzpiaci hozamok változásait.

Az irányadó kamat a hosszabb lejáratú hozamokra is hatással van, bár az erre való hatása már mérsékeltebb. Ugyanis a hosszabb hozamok mindig több – például inflációs - kockázatot hordoznak.

## Hozamgörbe<sup>9</sup>

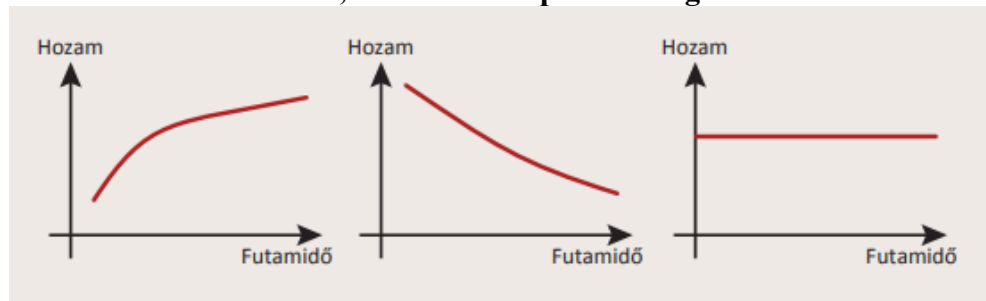
A hozamgörbe a különböző futamidejű kötvények évesített hozamait mutatja a futamidő függvényében. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a hozamgörbe a kamatlábak lejárat szerkezete. A különböző futamidejű papírok aktuálisan megfigyelt hozamait

<sup>9</sup> Veres István Attila (2016): kötvénymatematika. MNB Oktatási Füzetek 2. szám.

<https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-oktatasi-fuzetek-2016-2szam-kotvenymatematika.pdf>

ábrázolja a futamidő-hozam térben. Ugyanakkor ki kell emelnünk, hogy egy hozamgörbét mindig csak azonos hitelkockázatú papírokból építik fel, így meg kell különböztetnünk az állampapír hozamgörbét a minősítések szerinti vállalati kötvény hozamgörbétől. A hozamgörbe „normális” alakja egy pozitív meredekségű görbe. Ennek oka, hogy amennyiben hosszabb időre fektetünk be (pénzünket hosszabb időre „kötjük le” feladva likviditásunkat), akkor ezért általában magasabb kamatot várunk is el. Ehhez képest a valóságban, bizonyos időszakokban, egészen változatos formákat is felvehet a hozamgörbe.

### Normális, invertált és lapos hozamgörbék



A beruházási és fogyasztási döntések során alapvetően nem a nominális, hanem a reálkamat számít.<sup>10</sup> Az adós és a hitelező szempontjából ugyanis az az igazi kérdés, hogy a visszafizetés időpontjában mennyit fog érni az adott hitelügyletre kifizetett kamat – vagyis mennyi terméket és szolgáltatást lehet rajta vásárolni. Ha a hitel nominális kamata például 5%, de közben várható, hogy az árak 2,5%-al emelkednek, akkor egy év múlva csak 2,5 százalékkal ér többet a hitelező pénze, ill. ennyivel növekszik az adós terhe. Az 5 százalékos nominális kamat a 2,5%-os infláció mellett tehát 2,5%-os reálkamatot jelent. A nominális kamat meghatározásakor ezért mindig figyelembe veszik, hogy milyen inflációra lehet számítani a futamidő alatt. A reálkamat a nominális kamat és a várt infláció különbsége. Pontosan megfogalmazva egy adott időszaki reálkamatláb:

$$\text{reál kamatláb} = \frac{(1 + \text{nominális kamatláb})}{(1 + \text{inflációs ráta})} - 1$$

A kamatcsatorna akkor működik megfelelően, ha a monetáris lazítás céljából csökkentett jegybanki alapkamat egy ideig a reálkamatot is csökkenti, ill.

<sup>10</sup> Megjegyezzük, hogy például a háztartások likviditási korlátja esetében a nominális összegek is fontosak. Magas infláció és ezért magas nominális kamat mellett a folyó hitelköltségek túl magas arányát teszik ki a folyó jövedelemnek, ezért a hitelezés – főleg a lakáshitelezés – beszűkül.



monetáris szigorítás esetén reálkamat emelkedés történik. Általános összefüggés, hogy alacsonyabb reálkamat esetén mind a beruházás, mind a fogyasztás élénkül. Az alacsonyabb kamat csökkenti a beruházáshoz szükséges pénzügyi források költségét, így több beruházási terv válik megtérülővé. A háztartások fogyasztását több csatornán – ún. helyettesítési, vagyoni és jövedelmi hatások - keresztül befolyásolja a kamatszint. A hatások eredőjeként negatív kapcsolat a jellemző a fogyasztás és a kamat között. Azaz ha alacsonyabb a kamat, akkor kevésbé éri meg megtakarítani a jövőbeli fogyasztásra, hiszen kevesebb lesz a megtakarításon a hozam. A vagyontárgyaik értéke növekszik (lásd az eszközcsatornát), de a megtakarításokból származó jövedelem (pl.: kamat) lecsökken. A háztartások az alacsonyabb kamatot kihasználva inkább hitelt vesznek fel, amit a jelenben költenek el.

A vállalatok és a háztartások aggregált kereslete monetáris lazítás esetén élénkül. Ez lehetővé teszi a vállalatok számára, hogy több terméket és szolgáltatást adjanak el, illetve egy idő után magasabb árat kérjenek termékeikért. A monetáris politikai lazítás tehát a kamatcsatornán keresztül magasabb inflációhoz és nagyobb kibocsátáshoz vezet. Monetáris szigorítás esetén pedig ennek a fordítottja történik.

### **Eszközcsatorna**

A monetáris politika a CF generáló (befektetési) eszközök – részvények, kötvények, ingatlanok, vállalati részesedések, stb. – széles körének árfolyamát befolyásolja, melyek a tulajdonosaiknak vagyonhatást okoznak. A vagyonhatás szintén hat a szereplők fogyasztási és beruházási döntéseire. Ezt hívjuk a transzmissziós mechanizmus eszközár-csatornájának.

Az alapkamat csökkentése a rövid és hosszabb lejáratú kamatok mérséklődéséhez egyaránt vezet. Ez a hozamcsökkenés általánossá válik (tovább gyűrűzik) más magasabb kockázati profilú hozamokra is. Először leginkább az állampapír piacon jelenik meg a hatása. A hozamok csökkenése a fix kamatozású állampapírok piaci értékét növeli, hiszen a pénzáramlásuk jelenértéke kisebb diszkonthozam mellett növekedni fog. Ugyanez a jelenség át gyűrűzik a vállalati kötvény piacra, majd az ingatlan- és részvényt piacokra is. A pénzpiaci hozamok mérséklése csökkenőleg hat az ingatlanpiaci befektetések hozamára is. Egyrészt az ingatlanpiaci befektetéseket gyakran jelentős mértékben hitelből veszik, ill. építik a befektetők, a csökkenő finanszírozási költség nagyobb profitot, ezért nagyobb keresletet eredményez, mely felfelé növeli az ingatlanárakat csökkentve a befektetések elvárt hozamát. Másrészt a fix hozamú (bérleti díj) ingatlanbefektetés pénzáramlásának a jelenértéke kisebb

diszkonthozam mellett növekedni fog. A részvénytőzsiacoknál hasonló a helyzet az alacsonyabb kamat miatt lecsökkent államkötvény hozamok miatt ezen jóval kockázatosabb befektetési forma vonzóbbá válik, kereslete megnövekszik, az árfolyamok jelentősen emelkednek egy tartósan alacsony hozamszint mellett.

A 2008-as válság kezelése során – a következő fejezetben bemutatandó monetáris politikai eszközök – nagy jelentős eszköztár emelkedést eredményeztek gyakorlatilag minden piacon. Izgalmas kérdés, hogy a kamatok, ill. hozamok normál szintekre történő visszatérése hogyan hat majd a különböző eszközkategóriák árára.

### **Árfolyamcsatorna**

Kis, nyitott gazdaságokat a világgazdaság fejleményei nagymértékben befolyásolják. Ezért devizájuknak az árfolyama fontos szerepet tölt be a gazdasági folyamataik alakulásában és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusában. Ez különösen igaz Magyarország esetében. Egy lazító – főleg a gazdasági partnerekhez képest – monetáris politika esetén a befektetők kevésbé lesznek hajlandók az adott devizában tartani a pénzeszközeiket. Tehát az adott valuta kínálata megnő a devizapiacra, ami „árának” csökkenéséhez, azaz leértékelődéshez vezet. Szigorú monetáris politika pedig ellenkezőleg az árfolyam felértékelődéséhez vezet.

A leértékelődő valuta több módon is befolyásolja az inflációt és a kibocsátást. Egyrészt az importált termékek árának változásán keresztül közvetlenül is befolyásolja a fogyasztói árakat. A fogyasztói kosárban szereplő termékek egy jelentős része ugyanis importból származik (pl.: energiahordozók, tartós fogyasztási cikkek), amelyek ára közvetlenül reagál az árfolyam alakulására. Másrészt az árfolyam a nettó exporton (az export és az import különbségén) keresztül hat az aggregált keresletre. A gyengébb árfolyam élénkíti az exportot, mert a hazai termékek külföldi devizában kifejezve olcsóbbak lesznek, ezért külföldön megnő irántuk a kereslet. Az import pedig csökken, mert a külföldről beszerzett áruk drágábbá válnak és nehezebb lesz őket belföldön eladni. A nettó export így nagyobb lesz, ami növeli az aggregált keresletet, mely nagyobb kibocsátáshoz vezet.

### **Hiteleszatorna**

A bankrendszer által biztosított hitelezési feltételek (hitelekínálat) fontos szerepet töltenek be az aggregált kereslet alakulásának a szempontjából, ezért a kamatszatornán belül érdemes külön ágként bemutatni a hiteleszatornát. A monetáris politika a hitelek piacán is befolyásolja a kereslet és kínálat alakulását, sőt a hitelek minőségét is.

Alacsonyabb kamatok mellett a banki forrásköltség lecsökken, így a bankok alacsonyabb kamat mellett tudnak hitelt kihelyezni. Alacsonyabb kamatszint mellett a hitelek kereslete is megnövekszik. E mellett az elfogadott fedezetek értéke is megnövekszik (lásd az eszközcsatornánál leírtakat), mely növeli a hitelezés kínálatát. Ehhez még az is hozzájárul, hogy a banki állampapír befektetéseken realizálható nyereség tartósan alacsony hozamszint mellett lecsökken, így a bankok a jövedelmezőség fenntartása érdekében magasabb kockázatú és hozamú hitelezési tevékenységet kell erősíteniük. Tehát összességében a hitelezés volumene növekszik, mely magával húzza az aggregált kereslet erősödését. Fontos megjegyezni, hogy a hitelpiacon az ármechanizmusok csak korlátozottan működnek, a hitelkínálaton belül nagy jelentősége van a nem ár jellegű hitelkínálati feltételeknek. Ezeket majd részletesen bemutatjuk a pénzügyi stabilitásról szóló fejezetben. Tehát a bankrendszer problémái esetén (pl.: nagy nem teljesítő hitel állomány) a fenti hitel csatorna nem tud működni.

Kamatemelések hatására pont az ellentétes folyamat, hitelezést szűkítő folyamatok. Új hitelek iránti kereslet csökken, ill. a banki kínálat is gyengül (pl.: érdemes állampapír befektetést növelni a kockázatosabb hitelezéshez képest). Ehhez még egy állományi és portfólió minőségi hatás is hozzájárul. Az átárazódó hitelek hitelköltsége a kamatemelések hatására megnő. Az ügyfelek növekvő törlesztési teherrel szembesülnek, mely csökkenti az aggregált keresletet. Másrészt köztük növekedni fog a nem teljesítő ügyfelek aránya. A növekvő hitelezési veszteségek csökkentik a bankok hitelezési kapacitását és hajlandóságát, mely tovább csökkenti a hitelezést.

### **Várározási csatorna**

Ahogy már bemutattuk a gazdaságpolitikában egyre nagyobb szerepet kapott a bizalom, ill. a várározások alakítása. A monetáris transzmisszió szempontjából a vállalatok áralakulásokra vonatkozó várározásaik a meghatározóak, melyek formálják az árazási gyakorlatukat. Tehát, ha a vállalatok arra számítanak, hogy a jövőben magasabb infláció lesz, akkor már most elkezdik emelni az áraikat. A jövőbeli várt infláció tehát már a jelenben áremelkedést okoz és így önbeteljesítő folyamattá válik. Ezért az árstabilitás eléréséhez és fenntartásához nélkülözhetetlen az inflációra vonatkozó várározások kezelése, ekkor beszélünk horgonyzott inflációs várározásokról. Ennek egyik fő eszköze a hiteles kommunikációja a jegybankoknak.

## 2.3. Válság hatására a monetáris politika eszközszerének a megújítása<sup>11</sup>

A monetáris politika hagyományos eszköztárának az elemei:

- A már kifejtésre került alapkamat (irányadó eszköz):
- Kötelező tartalék: a kereskedelmi bankok az általuk gyűjtött betétek és egyéb források után – a tartalékráta meghatározott százalékban – tartalékot kötelesek képezni a jegybanknál. A tartalékráta emelése szűkíti, csökkentése növeli a banki likviditást. Ugyanakkor havi átlagos megfelelést ír elő, melynek simító hatása van a kereskedelmi bankok likviditáskezelésére, ezáltal a rövid hozamokra.
- A kamatfolyosót képező egynapos betéti és hitellehetőség: ez hivatott biztosítani, hogy az egynapos bankközi kamatok az irányadó kamat körül meghatározott, relatíve szűk sávon belül maradjanak.

A kötelező tartalék és a kamatfolyosó fő szerepe a kereskedelmi bankok likviditáskezelésének elősegítése, a likviditási sokkok tompítása és a rövid kamatok ingadozásának mérséklése. A monetáris politikai eszköztár viszont a 2007-2008-ban kitört globális pénzügyi válságot követően jelentős változáson esett át. A válsággal járó erőteljes dezinfláció deflációs félelemet váltott ki a gazdaságpolitikai vezetőkben. Ez egyben számos jegybank számára lehetővé tette, hogy az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül fókuszáljon egyéb céljaira (pénzügyi stabilitás, gazdasági növekedés). A deflációs veszély és a nulla közeli kamatszint jelentősen legyengítette a hagyományos monetáris transzmisszió hatásosságát. A fentiek szükségessé tették újszerű, ún. nem konvencionális (vagy nem hagyományos) jegybanki eszközök kitálását és alkalmazását.

A következőben a négy vezető jegybank - a Federal Reserve (FED), az Európai Központi Bank (EKB), a Bank of Japan (BoJ) és a Bank of England (BoE) – valamint az MNB eszköztárában bekövetkezett fontosabb módosításokat, változtatásokat mutatjuk be. A Fed és az EKB két fő nemkonvencionális eszközt vezetett be:

---

<sup>11</sup> A fejezet a következő cikkekre támaszkodik: Kolozsi Pál Péter – Novák Zsuzsanna (2016): A monetáris politika eszközei a XXI. században – az MNB példája. Állam – Válság – Pénzügyek, A monetáris politika a XXI. században című tanulmánykötet. Győr. <http://blszk.sze.hu/images/Dokumentumok/kiadv%C3%A1nyok/%C3%81llam%20-%20v%C3%A1ls%C3%A1g%20-%20p%C3%A9nz%C3%BCgyek%20konferenciak%C3%B6tet%202.pdf>

- Az ún. mennyiségi könnyítés programjait (quantitative easing): értékpapír (eszköz) vásárlási program. Részben a válságban megrendült pénzügyi intézeteket és értékpapírpiaconkat célozta meg a program, részben állampapír vásárlásra irányult. Hatására jelentős pénzmennyiség keletkezett, mely pozitív hatással volt a hozamokra.
- Az alapkamat pályájának egyre explicitebb előrevezetése (ún. forward guidance) bevezetése. A jegybank azt kívánta a piaci szereplők tudomására hozni, hogy az aktuális kamatszint az alsó – nulla - kamatkorlát miatt nem lehetett még alacsonyabb, a jövőben viszont a kamat a meginduló növekedés ellenére sem távolodik el egy ideig az alsó kamatkorláttól.

A BoJ a fenti két eszköz mellett 2012 végén indította el az ún. hiteltámogató programját, melynek keretében a jegybank hosszú távú (4 év), alacsony kamatozású (0,1 százalék), korlátlan forrást biztosít vállalati és háztartási hitelek refinanszírozása céljából. A BoE az eszközvásárlási programja mellett egy ún. Funding for Lending programot vezetett be, melynek célja, hogy ösztönözze a hitelintézetek vállalati és lakossági hitelezését a forrásköltségeiknek a csökkentése révén.

Az MNB első lépésben a bankrendszer jelentős devizaforrás kitérítése, a bankrendszerrel kialakuló bizalmi válság, valamint az állampapírpiacon helyzet drasztikus romlására válaszul a következő eszközöket vezette be 2008 végén:

- A devizalikviditást nyújtó ún. FX-swap-ok.<sup>12</sup>
- Eszközvásárlási program: megjelent a másodlagos állampapírpiacon vásárlóként.

Ezenkívül a hitelezés túlzott visszaesésének a megakadályozása érdekében 2008 végétől az MNB hosszabb lejáratú refinanszírozási hiteleket vezetett be. Ez valamelyest stabilizálta a finanszírozási feszültségeket. 2010-ben megjelent az MNB második eszközvásárlási programja: jelzálogpapír-vásárlásokkal segítette a piaci likviditást, javítva ezen szegmens árazási viszonyait. 2011 végén a devizalikviditási feszültségek felerősödése, a devizahitelek végtörlesztése és a nem teljesítő hitelállomány hitelportfólión belüli súlyának növekedése következtében ismét gyengülni kezdett a magyar bankok

---

<sup>12</sup> A kereskedelmi bankok a devizahitelek forrását jelentős mértékben mesterségesen, rövid lejáratú devizakamatszere ügyletetekkel teremtették meg. Ez jelentős megújításai kockázatot hordozott, a kockázat a válság hatására materializálódott, ezért volt szükség az MNB piaci közbelépésre.

hitelezési tevékenysége. Ezért az MNB 2012-ben alapkamathoz rögzített változó kamatozású éven túli refinanszírozási hitellehetőséget hirdetett meg azon bankok számára, akik vállalták, hogy hitelezési állományukat nem csökkentik. Ez a kétéves hitellehetőség végül a Növekedési Hitelprogram beindulásával 2013 áprilisában kivezetésre került.

Az MNB 2013-ban indította el a Növekedési Hitelprogramot (NHP) a kis- és középvállalkozások hitelezésében megfigyelt zavarok enyhítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. A programnak összesen három szakasza volt, melynek eredményeképp a KKV-hitelállomány éveken át tartó, évi 5-7 százalékos csökkenése megállt.

A magyar bankrendszert a 90-es évektől strukturális likviditási többlet jellemezte. Ezért a jegybank irányadó eszköze passzív oldali (jegybanki betét, ill. kötvény) volt, azaz likviditáslekötésre szolgált. A jegybank folyamatosan sterilizálta (lekötötte) a bankrendszer fölös likviditását, melynek jelentős költsége volt, ugyanis a jegybanki betét kamatkiadása meghaladta az eszköz oldali befektetések (devizatartalékok) hozamát. A strukturális likviditási többlet leépítését több eszközzel kívánta a jegybank elérni.

- Devizahitelek forintosítása: a lakossági devizahitelek forintosításához a bankok az MNB-től vették a devizát, mely jelentős forint likviditást vont ki a rendszerből.
- Önfinszírozási program: a magyar gazdaság finanszírozása egyrészt túlzottan devizaforrásokra, másrészt túlzottan külső forrásokra volt utalva. A program ezen kívánt változtatni, alapvetően hazai forrásokra átállítani a finanszírozási szerkezetét, mely során az MNB az aktív oldalra tud átállni. A program több szakaszon keresztül valósult meg, melynek eredményeként például 2016-ban megszüntetésre került a korábbi irányadó – passzív oldali - eszköz, a kéthetes jegybanki betét. Helyét a hosszabb futamidejű és likvid 3 hónapos jegybanki kötvény vette át. Ezt egészíti az ún. feltételes kamatcsere-ügyletek (IRS) bevezetése. Az MNB a jegybanki betétekből a banki likviditást a nem-jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok felé kívánja terelni az IRS tenderrel. Ugyanis amennyiben a bankok három hónapos jegybanki betétből többéves lejáratú értékpapírba csoportosítja át a forrásait (ahogy azt a program célozza), akkor a hosszabb futamidő miatt a bankok kamatkockázata nő. Annak érdekében, hogy a növekvő kamatkockázat ne legyen akadálya a banki értékpapír- és állampapír-vásárlásnak, az MNB egy olyan kamatcsere-ügyletet tett az eszköztára részévé, amellyel a bankok változó kamatokra cserélhetik el a hosszú értékpapírjaik

jellemzően fix kamatait. Az IRS-tendereken részt vevő bankok azt vállalják, hogy a megkötött kamatcsere-ügyletek volumenének megfelelően megemelik saját tulajdonukban lévő, elfogadható értékpapír-állományukat.

Az előző fejezetben már bemutattuk, hogy a jelentős mértékű és hosszú éven át tartó monetáris lazítás milyen nagymértékű eszközár robbanáshoz vezetett. A programok gyakori kritikája, hogy alapvetően a vagyonos rétegek vagyoni helyzetét javította nagymértékben, hiszen ők rendelkeztek ezen eszközök döntő részével. Az ő fogyasztási határhajlandóságuk azonban sokkal kisebb, így a programok fogyasztásra (az összkereslet élénkítésére) gyakorolt hatása is korlátozottabb volt.<sup>13</sup> A másik hátránya, hogy a nagyon alacsony állampapír hozamok az államok eladósodását erősítette, mely ahogyan már említettük hozamemelkedés esetén könnyen adósságválságokat okozhat.

---

<sup>13</sup> Cashman, J. at al. (2016): The Financial, Economic, Social, and Political Impact of Quantitative Easing in the United States. Columbia University in the City of New York. <https://sipa.columbia.edu/file/3345/download?token=rRqLLku>

## 3. Pénzügyi rendszer kockázatai és a pénzügyi stabilitás

### 3.1. A hazai pénzügyi közvetítő rendszer fejlődéséről

A hazai bankrendszer és hitelpiacok jelentős változáson estek át az elmúlt közel harminc év folyamán. Bevezetőként ennek a fejlődésnek néhány stilizált tényét szeretnénk bemutatni. A mögöttes okokat a következő fejezetben ismertetjük, bár megjegyezzük, hogy a jegyzet korlátaira tekintettel csak néhány meghatározó tényező bemutatására szorítkozunk.

A rendszerváltástól a hazai pénzügyi közvetítés fejlődését az alábbi nagy szakaszokra bontjuk:

#### **1. Transzformációs válság és stabilizáció (1989-1999):**

Az egyszintű bankrendszert követően a 90-es évek közepére már kialakult a piaci elveken működő kétszintű bankrendszer. Ugyanakkor a bankszektor jelentős szerkezeti problémák jellemezték (nagyértékű nemteljesítő hitelállomány, tőkeproblémák, stb.). A 90-es években még a hitelhez jutás, illetve a hitelezési tevékenység „úri huncutságnak” tűnt a hazai háztartások és vállalkozások döntő részének. A háztartási hitelek esetében új folyósításról szinte alig beszélünk, a háztartási hitelezés gyakorlatilag megszűnt. A vállalati hitelek piacán is erős hitelszűke volt, a GDP alig több, mint 20%-án stabilizálódott a szintje. A pénzügyi közvetítés mélyülése jelentős mértékben lecsökkent. Megállapítható, hogy a gazdaság stabilizációjának következtében meginduló gazdasági növekedést a hitelezési folyamatok nem támogatták.

#### **2. Hitelezési fellendülés, majd túlfűtöttség szakasza (2000-2008):**

A 2000-es években már a hitelek „demokratizálódását” figyelhettük meg. A pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése és a piacgazdaság intézményrendszerének megszilárdulása következtében a hazai gazdasági szereplők széles része számára voltak elérhetőek különböző hitellehetőségek, az egyéb pénzügyi szolgáltatások nagyértékű fejlődéséről már nem is beszélve. A pénzügyi közvetítés 90-es években megfigyelhető szűkülése, majd az azt követő gyors mélyülése jól látható. Ugyanakkor a 2000-es évek második felében már egy hitelezési túlfűtöttségről beszélhetünk. Ebben a szakaszban a vállalati hitelezés közel a 10 %ponttal emelkedett a GDP arányában, igazi boom-ról azon-



ban a háztartási hiteleknel beszélhetünk, ahol 30%pontos volt ez az emelkedés. Ebben az időszakban a hitelezési folyamatok már jelentős mértékben támogatták a gazdasági növekedést.

### **3. 2008-as válság és a hitelezés nélküli kilábalás (2009-2017):**

A 2008-as gazdasági válságot követően a pénzügyi közvetítés mélysége 2010 még nem csökkent, de csak az árfolyamhatásnak köszönhetően (a devizahitelek forint értéke megnőtt, ill. a viszonyítási alapként használt GDP csökkent), új hitelezés gyorsan és nagymértékben visszaesett. Ezt követően gyors állománycsökkenésnek vagyunk tanúi. A hazai hitelintézetek nagyon jelentős veszteségeket szenvedtek el, a hitelezési hajlandóságuk drasztikusan visszaesett. Természetesen a keresleti oldal is nagymértékben gyengült a válság és a negatív tapasztalatok következtében. A 2013-tól meginduló gazdasági növekedés csökkenő hitelállományok mellett történt az MNB korábban már ismertetett hitelezést ösztönző politikájának ellenére. A szakirodalomból ismert ún. hitelezés nélküli gazdasági kilábalás (creditless recovery) jellemezte ezt az időszakot, azaz a hitelezési folyamatok gyengítették a gazdasági növekedés újjáéledését.

Az elméleti fejlődés és gyakorlati tapasztalatok alapján - az 1990-es évek második felétől - terjedt el a pénzügyi stabilitás fogalma és növekedett meg az ezzel kapcsolatos kutatások száma. Pénzügyi stabilitás fogalmára az MNB a következő definíciót használja: „A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.”<sup>14</sup>

A pénzügyi instabilitásnak számos oka lehet, melyek országonként és időszakonként igen eltérőek lehetnek. Általában az okok együtt jelentkeznek, egymás hatását felerősítve. A pénzügyi rendszer egészét érintő problémáforrások közül a következőket említi leggyakrabban a szakirodalom:

- makropolitkai tényezők: helytelen gazdaságpolitika, nem fenntartható árfolyam-mechanizmus,
- mikro, ill. szakpolitikai tényezők: a pénzügyi szektor gyors liberalizációja, gyenge felügyelet, nem kielégítő számviteli és könyvvizsgálói szabályozás,

---

<sup>14</sup> <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/a-penzugyi-stabilitas-fogalma>

- piaci tényezők: gyenge piaci fegyelem, rövid távú célok elsődlegessége, működési hatékonyságbeli problémák, elégtelen kockázatkezelés.

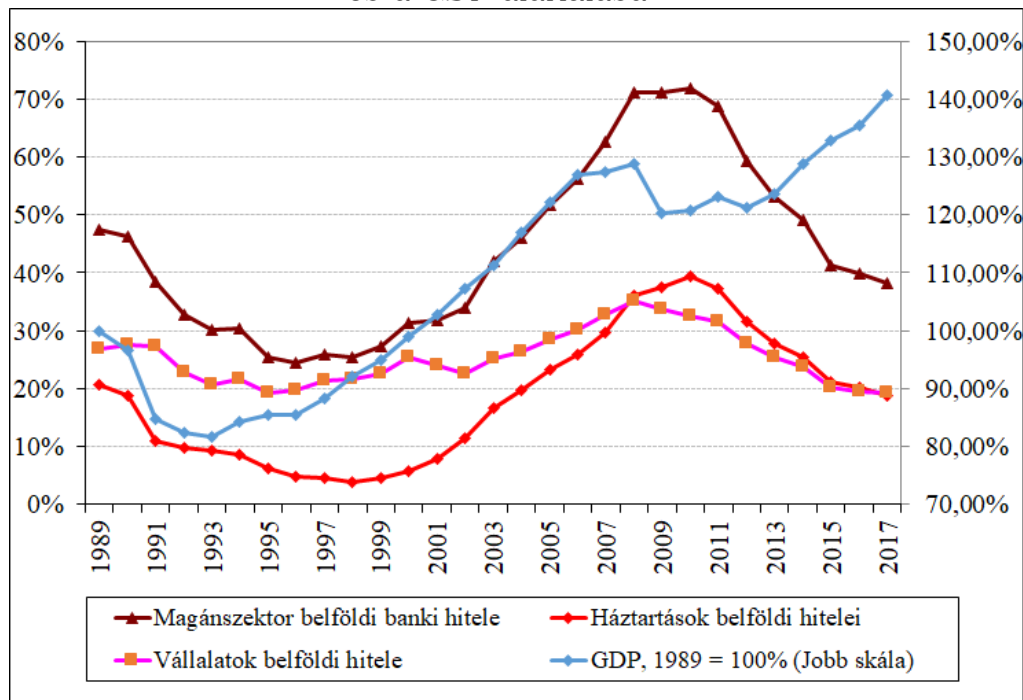
A rendszerkockázat a pénzügyi stabilitás kulcsfogalma. Rendszerkockázatnak az olyan kockázatokat nevezzük, melyek egy nemzeti, de akár a globális pénzügyi rendszert is komoly válságnak tehetik ki. A pénzügyi rendszert endogén és exogén kockázatok egyaránt jellemzik. Az endogén kockázatokat maga a pénzügyi rendszer termeli ki és erősíti fel, míg az exogén kockázatok a rendszeren kívül keletkeznek. Az endogén kockázatok jelentősége megnövekedett a pénzügyi rendszer komplexitása, a rendszeren belüli szoros kapcsolódások és koncentrációk miatt.<sup>15</sup> A később ismertetésre kerülő hazai devizahitelezés kockázatait is többségében endogénnek tekinthetjük, azaz a pénzügyi rendszer, annak szereplői – hitelezők, felügyelet, közvetítők, szabályozók, stb. – maguk hozták létre őket, nem egy külső körülményre vezethetők vissza. A mikroszinten egy időben fellépő endogén kockázatok azonban nem egyszerűen összeadódnak, főleg akkor nem, ha a szereplők hasonlóan viselkednek, hanem felerősítik egymást, ezáltal rendszerkockázattá válnak.

A 2008-ban kirobbanó amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és annak következményei újra felhívták a figyelmet a pénzügyi közvetítés – hitelkínálat - reálgazdasági hatásaira, a gyors hitelfelfutás kockázataira (főleg, ha az elsősorban a lazuló hitelezési feltételekhez kötődik), illetve a bankrendszeren keresztüli fertőzési csatornákra.

---

<sup>15</sup> A fogalmat a pénzügyekben Jon Danielsson - Hyun Song Shin (2002) szerzőpáros vezette be: Endogenous Risk. [https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/endogenous\\_risk.pdf](https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/endogenous_risk.pdf)

## A pénzügyi rendszer mélységének mutatói a GDP arányában és a GDP alakulása



Forrás: MNB, KSH

Az ábra alapján látjuk, hogy a hazai pénzügyi közvetítésben zajló folyamatok jelentős makrogazdasági és pénzügyi stabilitási hatásokkal járnak. Ezek összhangban állnak az elmúlt harminc év hitelpiacokkal kapcsolatos nemzetközi kutatási eredményeivel. A következő két fejezetben az ezzel kapcsolatos elméleti fejlődést foglaljuk össze. Ez a válság a hazai pénzügyi rendszer stabilitását is komoly erőpróbának tette ki. A válság jelentős negatív hatást gyakorol a befektetők kockázati étvágyára, a világgazdasági és ezen belül az európai növekedésre, és ezeken keresztül az európai bankrendszer likviditási és tőkehelyzetére. Mivel a hazai pénzügyi szektor (tulajdonosi, finanszírozási tekintetben) és a külkereskedelem szoros kapcsolatban van az Európai Unióval, a hazai pénzügyi intézmények sem tudják a kedvezőtlen nemzetközi folyamatok alól kivonni magukat. A hazai válságnak ráadásul külön specialitást adott a jelentős devizahitel állomány.

## 3.2. A pénzügyi közvetítő rendszer és a reálgazdaság kapcsolata<sup>16</sup>

Az elmúlt évtizedek számos súlyos következményekkel járó bankválsága után ma már nem képezi vita tárgyát az, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer jelentős hatással van a reálgazdaságra. A közgazdasági elméletek azonban egészen a nyolcvanas évekig viszonylag kevés figyelmet tulajdonítottak ennek a kapcsolatnak, illetve általában feltételezték, hogy a pénzügyi rendszernek nincs fontos szerepe a reálgazdaság szempontjából. Az elmúlt közel három évtizedben azonban jelentős változás történt ezen a területen. Az előbbiek következményeként a pénzügyi közvetítőknek gazdaságban betöltött funkció is változtak. Hagyományos funkciójuk a lejáratí transzformáció (megtakarítások és finanszírozási igények összehangolása), a fizetési forgalom lebonyolítása, és a kockázatmegosztás (diverzifikációs haszon) mellett a más elméletek is előtérbe kerültek, melyek szerint a bankoknak fontos szerepük van információk gyűjtésében, szelektálásában és a gazdasági szereplők megfigyelésében.

A pénzügyi közvetítő rendszer és a reálgazdaság kapcsolata mellett elsőként Schumpeter érvelt az 1910-es és 1920-as években. Schumpeter<sup>17</sup> szerint a vállalkozói hitel, mely az innovációt (új termelési eszközkombináció megvalósulása) finanszírozza, a gazdasági növekedés szempontjából nagy jelentőséggel bír. A bankoknak fontos szerepük van abban, hogy értékelésük alapján kiválasszák azokat a vállalkozókat, melyeket érdemes hitelezni. A bankok hitelezési tevékenysége ezért a gazdasági növekedést támogatni tudja. A későbbi tapasztalatok és az elméleti irodalom nem támasztották alá Schumpeternek azt az állítását, hogy az innováció finanszírozásában a bankoknak nagy szerepe lenne.<sup>18</sup> Ugyanakkor kiválasztásban nagy a szerepük, de ezt elsősorban konzervatívan, kockázatkerülő módon végzik. Jellemző a ban-

---

<sup>16</sup> A fejezet elkészítésénél nagyban támaszkodtunk a következő kiadványra: Bethlendi András – Csete Márta (2010): Fejlődési irányok. Fenntarthatósági és hitelpiaci elemzések. Műegyetemi kiadó, Budapest.

<sup>17</sup> Schumpeter, J. A. (1912): "Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot", (A gazdasági fejlődés elmélete, fordította: Bauer Tamás; Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest., 1980.)

<sup>18</sup> Streissler, Erich (1994): The Influence of German and Austrian Economics on Joseph Schumpeter. In: Shionoya, Yuichi – Perlman, Mark (eds.) Schumpeter in the History of Ideas. Ann Arbor, University of Michigan Press, 13–38. o.

kokra, hogy a bejáratott üzleti ötleteket, ill. megfelelő működési múltú szereplőket kívánnak finanszírozni. Az innováció finanszírozására a tőkepiaci módok sokkal megfelelőbbek.

Schumpeter kortársa, Fisher a nagy gazdasági válság súlyosságának egyik legfőbb okaként a pénzügyi piacokat nevezve meg az ún. adósság-defláció elméletében. Az elmélet szerint a válság első éveiben bekövetkezett defláció a fix kamatozású korábbi hiteleket nagyon megdrágította, rontva az adósok mérleg-pozícióját, visszafogva ezáltal kiadásait és beruházásait, mely még mélyebbre taszította a gazdaságot, és a válság elhúzódásához vezetett.<sup>19</sup> Keynes is kifejtette az „Általános elmélet”-ben, hogy bizonyos tényezők (pl.: félelem az illikviditástól, reputáció) miatt a hitelkínálat nem követi a kereslet alakulását.<sup>20</sup>

Ezt követően a pénzügyi struktúra és a reálgazdaság kapcsolatának alaposabb vizsgálatát a Gurley – Shaw szerzőpáros végezte el az ötvenes években. Megállapításuk szerint egy gazdaságban a pénzügyi eszközök növekedése, a pénzügyi közvetítés csatornáinak sokfélesége (vagyis a pénzügyi fejlettség) kapcsolatban van a reálgazdasággal, a gazdasági növekedéssel. A szerzőpáros szerint a monetáris ellenőrzés pénzügyi közvetítőkre történő kiszélesítésével hatékonyabbá tehető a pénzpolitika, vagyis a kizárólag a pénzre koncentráló „monetary control”-t váltsa fel egy szélesebb alapokon álló „financial control”.<sup>21</sup> Felvetésük a mai modern jegybankok pénzügyi stabilitási funkciójának előfutáraként értékelhető.

Az előbbi elmélet 1950-es évek végétől háttérbe szorult. Egyrészt a tökéletes piac meglétét feltételező Modigliani-Miller szabály elterjedésével. Ez a tétel azt mondta ki, hogy a reálgazdasági döntések függetlenek a finanszírozási struktúrától. Másrészt az ökonometria és makróökonómiai módszertani fejlődés következtében a modellezésben a pénzügyi intézményeket és a pénzügyi folyamatokat endogén változóknak tekintették, az empirikus kutatások pedig a könnyen megfigyelhető és jó magyarázó erővel bíró pénzaggregátumokra szorítkoztak.

---

<sup>19</sup> Fisher, Irving (1933): The Debt-Deflation Theories of Great Depressions, *Econometrica*, 1

<sup>20</sup> Keynes, J. M. (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

<sup>21</sup> Gurley, J. G. – Shaw, E. S. (1955): Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review*, Vol. 45., No 4., 515-538. o.

A hatvanas években Friedman – Schwartz nyomán az úgynevezett „money view” elmélet vált elfogadottá, amely azt hangsúlyozta, hogy a pénzmennyiségnek jelentős hatása van a reálgazdaságra, mivel az Egyesült Államok gazdaságtörténetének jelentősebb válságait vagy monetáris zavar idézte elő, vagy az tette még súlyosabbá.<sup>22</sup> A monetáris politika befolyásolni tudja a pénzkínálatot, a bankok szerepe mindössze a pénzteremtés. A pénz és a reálgazdaság kapcsolatát meglehetősen stabilnak vélték, ezért a monetarista elméletben sem helyeztek nagy hangsúlyt a pénzügyi rendszer aspektusaira. A racionális várakozásra épülő új-klasszikus iskola és azon belül a reálüzleti ciklusok elmélete még tovább ment: ezekben az elméletekben a pénzügyi rendszer reálgazdaságra semleges szerepe mellett már a pénz is neutrális.

Az empirikus kutatások és a módszertani fejlődés nyomán a nyolcvanas években újabb irányt vett a közgazdasági gondolkodás: a következő fejezetben részletesen tárgyalt információs közgazdaságtan fejlődése felhívta a figyelmet a hitelpiac tökéletlenségeire, míg a „credit view” elmélet a hitelezés monetáris transzmisszióban betöltött jelentős szerepét hangsúlyozta. Ez utóbbi azt állította, hogy a monetáris hatóság a banki kamatlábak mellett a bankhitelek mennyiségének és minőségének befolyásolásával is hat a reálgazdaságra. Ugyanakkor a hitelpiacokon bekövetkező autonóm változások is hatással vannak a kamatlábra és a GDP-re.<sup>23</sup>

A pénzügyi közvetítés és a reálgazdaság kapcsolatának empirikus vizsgálatánál Levine munkássága megkerülhetetlen. King – Levine empirikusan kimutatták, hogy a pénzügyi rendszerek fejlettsége nemcsak korrelál a gazdasági növekedéssel, de előrejelző ereje is van.<sup>24</sup> Levine és szerzőtársai igazolták, hogy a pénzügyi közvetítés fejlettsége egzogén változóként erős pozitív kapcsolatot mutat a gazdasági növekedéssel.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Friedman, M. – Schwartz, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton University Press

<sup>23</sup> Bernanke, B. S. – Blinder, A. S. (1988): *Credit, Money and Aggregate Demand*, *American Economic Review*, Vol. 78. No. 2., *Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association*, 435-439. o.

<sup>24</sup> King, R. – Levine, R. (1993a): *Finance and Growth: Schumpeter might be Right*. *Quarterly Journal of Economics*, CVIII.

King, R. – Levine, R. (1993b): *Finance, entrepreneurship, and growth*. *Journal of Monetary Economics*, 32.

<sup>25</sup> Levine, R. – Loayza, N. – Beck, T. (2000): *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*. *Journal of Monetary Economics*, 46.

A pénzügyi közvetítés monitoring szerepére Diamond modellje hívja fel a figyelmet.<sup>26</sup> A szerző szerint a pénzügyi közvetítőrendszer a hitelkihelyezések folyamatos értékeléséhez szükséges információk megszerzésének költségét minimalizálja. Diamond Schumpeterhez hasonlóan túllép a bankok hagyományos közvetítő szerepén. Míg azonban Schumpeternél a reálgazdaság szempontjából a közvetítő fő feladata a megfelelő vállalkozások kiválasztása, addig Diamondnál ezek banki megfigyelésén van a hangsúly a potyautas probléma és morális kockázat (lásd a következő fejezetet) elkerülése érdekében. Mindkettőjük gondolatmenetében a pénzügyi közvetítőrendszer működése elősegíti a társadalom rendelkezésére álló erőforrások hatékonyabb felhasználását.

Ma már több - egymást kiegészítő elméleteket találunk arra -, hogy a hitelpiac különböző sajátosságai miként térítik el a kínálatot a kereslettől. Ezeket az elméleteket két nagy csoportra bonthatjuk. Az egyik az ún. hiteladagolás elmélete, melynek lényege, hogy az adott piaci ár mellett a kereslet tartósan meghaladhatja a kínálatot, azaz a hitelpiacon nincs piactisztító ár, a nem árjellegű hitelkínálati tényezők szerepe az elsődleges. Az elméletek másik nagy csoportja, az ún. prociklikussági elmélet. Ez másra teszi a hangsúlyt. Elsősorban nem azt keresi, hogy az ár és nem ártényezők közül melyek az elsődlegesek, hanem valamely hitelpiaci sajátosságból kiindulva vizsgálja, hogy a hitelkínálat milyen mértékben fluktuál a hitelkereslet körül, és ezáltal mennyire erősíti fel a gazdaság ciklikusságát.

A prociklikusságnak nincs általánosan elfogadott definíciója. A gazdasági ciklussal leginkább a hitelezési veszteség-elszámolás áll erős kapcsolatban, azonban a banki jövedelem és tőkehelyzet, a fedezetek és a hitelnyújtási hajlandóság is lehet prociklikus.<sup>27</sup> Tágabb megközelítéssel prociklikusnak tekintjük, amikor valamelyik hitelpiaci mutató a reálgazdaság ciklusával szorosan együtt mozog.<sup>28</sup> A másik, szűkebb definíció az együttmozgáson túlmu-

---

<sup>26</sup> Diamond, D. W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies, 51

<sup>27</sup> Borio, C. – Furfine, C. - Lowe, P. (2001): Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. BIS Paper No 1., March 2001.

<sup>28</sup> Lásd például: Bikker, J. A. – Metzmakers, P. A. (2002): Bank provisioning behaviour and procyclicality. De Nederlandsche, Research Series Supervision no. 50. és Taylor, A. – Goodhart, C. A. E. (2004): Procyclicality and volatility in the financial system: The implementation of Basel II and IAS 39. Mimeo.

atató, a gazdaság ciklikusságát ténylegesen felerősítő, illetve a pénzügyi közvetítés stabilitását gyengítő hitelpiaci sajátosságot tekintí prociklikusnak.<sup>29</sup> Abban az esetben, ha a hitelkínálatban történő változások a meghatározóak a hitelállomány, vagy az új folyósítás alakulásában, biztosak lehetünk a negatív makrogazdasági és pénzügyi stabilitási következményekben. Az utóbbi vizsgálata a hitelezés keresleti és kínálati tényezőinek szétválasztását igényli, ami számos gyakorlati problémát vet fel.

A hitelezési ciklusnak két szélsőséges esete van. Az első a hitelszűke („credit crunch”) állapot. Gazdasági visszaeséskor megnő a vissza nem fizetések aránya a romló jövedelmi, ill. jöveelmezőségi helyzet miatt, amit a magasabb kamatok, illetve a refinanszírozási és a tőkehelyzetben jelentkező problémák is súlyosbíthatnak. Mindez a hitelezés gyors és általános - túlzott - visszafo-gására ösztönzi a bankokat (sok hitelképes ügyfelet sem finanszíroznak). A másik véglet a hitelezési túlfűtöttség („credit boom”). Gazdasági fellendülés esetén nő a hitelezési hajlandóság, olyan ügyfelek is nagy számban hitelhez jutnak, akik kevésbé hitelképesek (túlságosan optimista hitelezés, gyakran eszközár-buborékkal társul). Megelőzésükre különös hangsúlyt kell helyezni, mert jelentős gazdasági visszaesést eredményezhetnek.

### 3.3. Hitelpiaci tökéletlenségek

A hitelpiaci tökéletlenség fontos gazdasági szerepére az információs közgazdaságtan hívta fel a figyelmet. A különböző elméletek eltérő következtetéseinek oka az alapvető feltevésekben rejlik. A standard mikroökonómiai megközelítésben, tökéletes piaci körülményeket feltételezve, a bank döntései nem befolyásolják a gazdaság többi szereplőjét. A racionális profitmaximalizáló bank hitelkínálatát ilyen esetben a keresleti oldal határozza meg. A bankok csak pozitív jelenértékű hiteleket finanszíroznak. Amilyen mértékben romlik, vagy javul a keresleti oldal hitelminősége, olyan mértékben változik a hitelkínálat. Azonban a valóságban a tökéletes piac feltételei nem állnak fenn.

A hiteladagolás modern elméletei nem teljesen újkeletűek, a hatóságilag kötött kamatlábak időszakára nyúlnak vissza. A második világháborút követően a fejlett országok jelentős részében szigorú hitelkontrollt vezettek be (kamatláb és hitelösszeg hatósági megszabása). Az akkori „hozzáférhetőségi” dokt-

---

<sup>29</sup> Lásd például: Nier, E. – Zicchino, L. (2005): Bank weakness and bank loan supply. Bank of England CCBS, 3 February 2005 és Bouvatier, V. - Lepetit, L. (2004): Banks' procyclicality behaviour: Does provisioning matter? Mimeo.



rína szerint a banki hitelek elérhető mennyisége elsősorban – az árak kötöttsége miatt – a nem ár tényezőktől függött. Ezzel párhuzamosan a szocialista gazdaságokban a központi tervezés keretén belül az új hitelek mennyiségét hitelpolitikai irányelvekben határozták meg. A szocialista gazdasági vezetés úgy gondolta, hogy központi tervgazdaságban a nominális, illetve reálkamatoknak nincs hatása a hitelkeresletre, illetve a pénzügyi megtakarításokra.<sup>30</sup>

A modern elméletek szerint a hiteladagolás mögött a hiteligénylő fizetési képességére és készségére vonatkozó aszimmetrikus információk és ösztönzési problémák állnak.<sup>31</sup> A bankok az ebből származó morális kockázat és kontraszelekció miatt tartják alacsonyan és rugalmatlanul a kamatokat.<sup>32</sup> Morális kockázatról akkor beszélünk, amikor a szerződés megkötése után az ügyfél máshogyan viselkedik, mint azt megelőzően és megváltozott viselkedésével hatással van a bank nyereségére, valamint a bank nem tudja ezeket a cselekedeteket előre megfigyelni, és/vagy megakadályozni. Például a kamatok emelkedése miatt a már meglévő ügyfelek nagyobb kockázatvállalás irányába változtatják viselkedésüket, hogy a nagyobb hitelköltséget ki tudják termelni, a kockázat növekedése azonban már csökkentheti a bank várható jövedelmét.

Kontraszelekció esetén az ügyfél a szerződéskötés előtt olyan többlet információ birtokában van saját fizetési képességére és készségére vonatkozóan, amely érinti a bankot, de nem tud róla. Az erre vonatkozó tapasztalatok miatt a bank magasabb kamatlábat határoz meg, amely mellett az új ügyfelek közül a rosszabbak és kockázatosabbak aránya fog növekedni. A kontraszelekció negatív, a piac működési mechanizmusait gátló hatásait Akerlof mutatta be először az ún. tragacs probléma példájával.<sup>33</sup> Az előbbi a hitelpiacon is kialakulhat, amennyiben jelentős információs különbségek állnak fenn a hitelező és a hiteligénylő között. Amennyiben a bank az egyensúlyi kamatlábat az átlagos kockázati szint körül határozza meg, a jó adósok könnyen kiszorí-  
-

<sup>30</sup> Ugyanis a háztatások más vonzó megtakarítási lehetőség hiányában kénytelenek az adott kamatláb mellett betétbe helyezni az el nem fogyasztott jövedelmüket.

<sup>31</sup> Jaffe, D.–Russell, Th. (1976): Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90. No. 4. 651–666. o.; Stiglitz, J. E. – Weiss, A. (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol. 71., No 3., 393–410. o.

<sup>32</sup> A hiteladagolásnak van egy harmadik, morális kockázat és kontraszelekció melletti, magyarázata a monitoring költségekre alapozott Williamson (1986) és Diamond (1984).

<sup>33</sup> Akerlof, G. (1970): The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84

rulhatnak a piacról, mivel nekik túl drágává válik az átlagos kockázati szinthez tartozó kamatprémium, amit nekik is meg kell fizetniük. Ha ezek a jó hitelígyénylők, akik alacsony kockázattal működnek, kilépnek a piacról, akkor tovább nő a kamatprémium és vele együtt a hitelkamatláb is. A folyamat során újabb és újabb relatíve jó potenciális adós szorul ki a hitelpiacon, vagyis egy kontraszelekciós folyamat zajlik le az aszimmetrikus információk és a kockázaterzékenység következtében.

Amennyiben a bankok a hitelkínálat szűkítése céljából kamatot emelnek, ez az információs aszimmetria miatt a kontraszelekció és a morális kockázat emelkedéséhez vezethet. A bankok ezt felismerve kamatemelés helyett inkább a hitelezési standardok és feltételek szigorításához nyúlnak, hogy csökkentsék az információs aszimmetria negatív hatásait.

Az információs közgazdaságtan fő következtetése a hagyományos közgazdasági elmélettel ellentétben, hogy a hitelpiacon nem szükségképpen létezik piactisztító ár, az ár nem hozza egyensúlyba a hitelkeresletet és -kínálatot. Az előbbi a hiteladagoláshoz vezet:

- a hitelígyénylők egy része egyáltalán nem jut hitelhez még akkor sem, ha hajlandóak lennének magasabb kamatot fizetni, míg másoknak ki elégítik a hitelígyényét; vagy
- a kölcsön igénylője az adott kamatláb mellett nem tud annyi hitelt felvenni, mint amennyit szeretne.

Az előbbi eredményeként tartós hitel-túlkereslet alakul ki. Azokban a szegmensekben (kis- és középvállalatok, háztartások) ahol jelentősebbek az információs problémák, erősebb lehet a hiteladagolás jelensége. A háztartások fogyasztási szokásait leíró irodalomban a hiteladagolás jelenségét a fogyasztó szemszögéből vizsgálják, és likviditási korlátnak nevezik. Az irodalom a hiteladagolással megegyezően a likviditási korlátnak is két fajtáját különbözteti meg:

- kemény likviditási korlátról beszélhetünk, amikor a fogyasztók egy része egyáltalán nem jut hitelhez;
- puha likviditási korlátnak nevezzük, amikor a fogyasztók magas hitelköltségekkel szembesülnek és nem képesek olyan finanszírozási szintet elérni, ami a fogyasztási pályájuk optimalizálásához lenne szükséges.

A piactisztító ár hiányában a banki hitelezés alakulását jelentős mértékben a nem ár jellegű tényezők magyarázzák, melyek alatt a bankok hitelképességi

standardjait és hitelezési feltételeit értjük. Hitelezési standardoknak nevezzük azokat a belső banki szabályokat, melyek meghatározzák, hogy a bank milyen ügyfeleknek, ügyfélcsoportoknak (ágazat, terület, méret, pénzügyi mutatók, stb. szerinti besorolás alapján) és milyen típusú hitelt (fedezett, beruházási, folyószámla, stb.) nyújt. A hitelezési feltételek ár-, illetve nem-ár jellegűek lehetnek. A nem ár jellegű hitelnújtási feltételek (pl.: fedezeti követelmények, adós kötelezettségvállalásai, hitel/hitelkeret maximális nagysága, stb.) konkrét szerződéses feltételek, a bank csak ezek mellett hajlandó a hitel folyósítására. A hitelkínálat árjellegű tényezői a hitelkamat és a banki forrásköltség közötti spread, kockázati felár, illetve a hitelezéshez kötődő díjak és jutalékok mértéke.

A prociklikusságot az alábbi információk és intézményi tényezőkkel magyarázzák, melyek hitelpiaci tökéletlenségekhez vezetnek:

- Nyájhatás, melynek két fajtáját különböztethetjük meg<sup>34</sup>: irracionális (eufória a piacokon) és racionális nyájhatást. Az utóbbi három fő hatásra épül, melyek összekapcsolódhatnak: (1) externáliák hozadéka, pl.: betétesek rohama; (2) reputáció / megbízó-ügynök elmélet, például a banki vezetőket relatíve az iparágukhoz képest értékeli. Ha a vezető követi a többiek stratégiáját, akkor kisebb a kockázata annak, hogy az átlaghoz képest nagyobb mértékben alulteljesít, mintha saját stratégiáját követi; (3) információs zuhatag modell, a később belépő szereplő a korábbi résztvevők döntései (feltételezve, hogy nekik összességében több információ áll a rendelkezésükre) alapján cselekszik, figyelmen kívül hagyva a saját információját.
- Verseny, mely prosperitás időszakában sokkal erősebb, új iparági belépők is könnyebben megjelenhetnek. A nagyobb verseny a hitelképeségi standardok és hitelezési feltételek lazítását válthatja ki.<sup>35</sup>
- Intézményi memória hipotézise: lényege, hogy a legutolsó visszaeséstől időben távolodva a hitelintézetek elfelejtik a korábbi hitelezési problémákból tanultakat. Berger és Udell empirikusan bizonyította ennek létezését.<sup>36</sup>
- Bankszektor szabályozása: például a Bázeli II-es irányelvekkel kapcsolatban az egyik legnagyobb akadémiai vita a körül forgott, hogy az új

---

<sup>34</sup> Pontosabban egy átmeneti csoportja is van, amikor a piaci szereplők közel racionálisak.

<sup>35</sup> Dell’Ariccia, G. – Marquez, R. (2003): Lending Booms and Lending Standards.

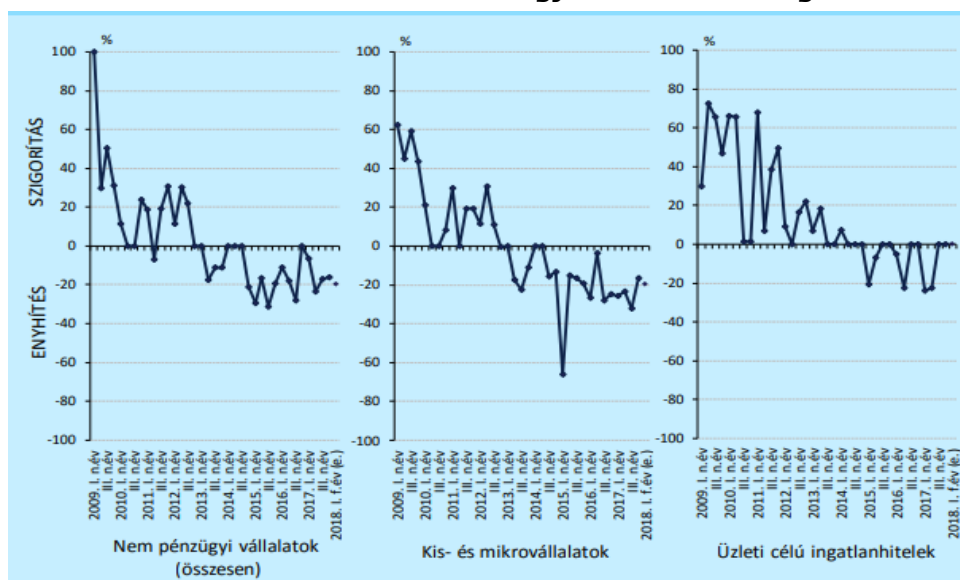
<sup>36</sup> Berger, A. N. – Udell, G. F. (2003): The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behaviour, BIS Working Papers No. 125., January 2003

szabályozás mennyire erősítheti fel a bankok prociklikus viselkedését.<sup>37</sup>

A nem ár jellegű hitelkínálati tényezők fontos szerepe miatt a meghatározó jegybankok már régóta végeznek ún. hitelezési felméréseket (lending survey). Az MNB ezen tapasztalatok alapján - pénzügyi stabilitási funkciójának keretében - 2003 januárja óta készíti a Hitelezési felméréseit. A hitelezési felmérés célja az, hogy a jegybankok bővítsék kvalitatív jellegű információkkal a hitelezésről rendelkezésre álló állományi- és áradataikat. A felmérések során a hiányzó nem ár jellegű hitelkínálati és -keresleti tényezőkre, valamint az alakulásukat befolyásoló faktorokra kérdez rá, amelyek többsége csak minőségi ismérvekkel ragadható meg.

Példaként nézzük a hazai vállalati hitelezés hitelezési felételeinek alakulását. Az ábrán jól látható a nagyon jelentős szigorítás, majd a 2013-tól – részpiacokon eltérően - meginduló enyhítési folyamat.

### Hitelezési feltételek változása az egyes vállalati kategóriákban



Megjegyzés: A szigorítást és az enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Forrás: MNB Hitelezési felmérés 2018. március

<sup>37</sup> Danielsson, J. – Emrechts, P. – Goodhart, Ch. – Keating, C. – Muennich, F. – Renault, O. – Shin, H.S. (2001): An Academic Response to Basel II. LSE Financial Market Group and ESRC Research Center Special Paper Series No 130

### 3.4. Makroprudenciális politikák

Az Európai Rendszerkockázati Testületet (ERKT) megfogalmazása alapján a „makroprudenciális politika végső célja a pénzügyi rendszer egésze stabilitásának megőrzéséhez való hozzájárulás – beleértve a pénzügyi rendszer ellenállóképességének növelését és a rendszerszintű kockázatok felgyülemelésének csökkentését –, ezzel biztosítva a pénzügyi szektor gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását”.<sup>38</sup> Korábban már említettük, hogy a rendszerkockázatoknak sok és változatos forrása van. Ezért egy sikeres makroprudenciális politikának a különböző problémák esetén eltérő eszközöket kell használnia. Az ERKT az európai jegybankok számára ajánlást adott ki 2013-ban a makroprudenciális politika köztes célkitűzéseiről és eszközeiről. Az MNB is ezen ajánlás alapján alakított ki az ún. köztes célkitűzéseit és eszközszerjét.

#### A makroprudenciális politika célrendszere



Forrás: A fejezet a következő kiadványra támaszkodik: Stabilitás ma – Stabilitás holnap. A Magyar Nemzeti Bank makroprudenciális stratégiája 2016. <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-makroprudencialis-strategiaja-2016.pdf>

A köztes célok olyan szakpolitikai célok, amelyek a fenti bemutatott végső cél operatív operatívabbá, átláthatóbbá és elszámoltathatóbbá teszi, valamint az eszközválasztás gazdasági megalapozottságát vizsgálhatóvá teszik. Az

<sup>38</sup> Az Európai Rendszerkockázati Testület ajánlása (2013. április 4.): a makroprudenciális politika köztes célkitűzéseiről és eszközeiről (ERKT/2013/1)

említett ajánlás az alábbi öt köztes célt fogalmazza meg és javasolja, hogy az adott makroprudenciáért felelős intézmény a feltárt kockázatokat és ezen öt cél köré csoportosítsa, megkönnyítve így az eszközválasztást.

### *1. A túlzott hitelnövekedés megelőzése:*

A túlzott ütemű hitelbővülés tipikus ciklikus rendszerkockázati jelenség, melyre jó példa a 2008-as válság előtti évek hitelezési folyamata. Láttuk, hogy a túlzott mértékű hitelezés milyen súlyos gazdasági és társadalmi problémákhoz vezethet. A túlzott hitelezés rendszerint a banki tőkeáttétel növekedésével jár, ami a pénzügyi szereplőket törékennyé teszi a nem teljesítő hitelek miatti veszteségekre. Ezért a túlzott mértékű hitelezés korlátozása és tőkeáttétel kordában tartása kiemelten fontos makroprudenciális szempontból. Ezen probléma kezelésének fő eszközei:

- Normál időkbén megkövetelt többlet tőkekövetelmény fékezheti a hitelezést, így korlátozza a tőkeáttételt. A megképzett tőketartalékok pedig válsághelyzetben fedezetet jelentenek a bankok veszteségeire, így segítik a hitelezési aktivitás fenntartását. Ilyen eszközök: anticiklikus tőkepuffer; ingatlannal fedezett kitettségek kockázati súlyának és az átlagos nemteljesítési ráta (LGD) minimális szintjének meghatározása.
- Lakossági ún. adósságfék szabályok: A hitelfelvevők által felvehető hitelösszeg maximalizálásra kerül a hitelfedezet nagyságának az arányában; ill. a fizetendő törlesztőrészlet a háztartás jövedelme arányában kerül maximalizálásra.

### *2. A likviditási kockázatok kezelése:*

A banki működés egyik természetes velejárója, ill. alapvető funkciója a pénzügyi közvetítésnek, hogy a banki források (jellemzően betétek) tipikusan rövid lejáratúak, míg a hitelek jóval hosszabb lejáratúak. A túlzott lejáratú eltérés azonban súlyos likviditási kockázatokat okoz. Kezelésének fő makroprudenciális eszközei az alábbiak,

- Likviditásfedezeti mutató, ill. erre vonatkozó minimális követelmény: elvárja, hogy megfelelő mennyiségű és minőségű likvid eszköz álljon a bankok rendelkezésére egy esetleges rövid távú (30 napos) likviditási sokk esetén.

Részben a devizahitelezés tapasztalatai alapján a következői speciálisan hazai eszközöket vezette be az MNB a likviditási kockázat kezelésére.

- Devizafinanszírozás megfelelési mutató: a stabil finanszírozást igénylő devizaeszközökhöz igazodva ír elő megfelelő mennyiségű stabil devizaforrás tartását.

- Devizaegyensúly mutató: a hazai szabályozás az eszközök és források közötti denominációs eltérés mértékét maximalizálja a mérlegfőösszeg arányában.
- Jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató: a lakossági jelzáloghiteltek esetében előír egy minimális arányt, melyet jelzáloggal fedezett értékpapír kibocsátásával kell finanszírozni.

### 3. *A túlzott koncentráció korlátozása:*

Amennyiben a bankok bizonyos szektorokkal szembeni kitettségei túlzottan koncentráltak, ez megsokszorozhatja a várható veszteségek értékét, hiszen a kockázatok nem kerülnek kelőképpen diverzifikálásra.

Csökkentésének eszközei:

- Nagy nyitott pozíciók korlátozása;
- MNB ezenkívül még bevezette a rendszerkockázati tőkepuffert, mely a nem ciklikus jellegű rendszerkockázat fennállása esetén a pénzügyi rendszer egészére, vagy annak egy alcsoportjára kivethető tőkepuffer.

### 4. *A rendszerkockázatot erősítő rossz ösztönzők tompítása az erkölcsi kockázat csökkentése érdekében:*

Alapvetően a „too big to fail” probléma kezelését célozza ez a köztes cél. Egyes intézmények bukása méretük és más intézményekkel való összekapcsoltságuk miatt az egész rendszert fenyegetheti. Ezért ezen intézmények túlzott kockázatvállalása miatt kialakuló válsághelyzet esetén állami segítségnyújtás válik általában szükségessé. Azaz az államoknak nincs más lehetősége a fertőzési hatás miatt, mint hogy megtámogassák a bajba jutott intézményt. Az érintett intézmények ennek tudatában esetenként túlzott kockázatokot is vállalnak, hiszen úgy is kimentí őket az állam. A rendszerszintű jelentőség tehát erkölcsi kockázathoz vezet, ami súlyos gazdasági károkat okozhat.

A fenti probléma kezelése érdekében a rendszerszinten jelentős pénzügyi intézményeket (Systemically Important Financial Institution – SIFI) a jegybankok beazonosítják és külön rájuk vonatkozó tőkekövetelményt írnak elő. Ez az előírás mérsékelheti a tőketulajdonosok és menedzserek nem optimális ösztönözöttségét, mivel csőd esetén a magasabb saját tőke (önerő) a kockázatvállalás mértékének korlátozására ösztönözheti az érintetteket.

### 5. *A pénzügyi infrastruktúra ellenálló képességének megerősítése:*

A stabil pénzügyi rendszer alapfeltétele az elszámolási folyamatok, valamint a kiszolgáló rendszerek, megfelelő kialakítása és működtetése is. Ebbe a csoportba tartozó eszközök:

- Betétbiztosítási rendszerek
- Az intézményekre, ill. pénzügyi rendszerre vonatkozó fokozottabb információ közzététel mind intézmény szinten, mind makroprudenciális szinten.

## Esettanulmány

### A lakossági hitelezés is vezethet rendszerkockázati szintű kudarchoz<sup>39</sup>

A lakossági devizahitelek közül a legösszetettebb termék, a deviza-jelzálog-hitel jellemzőin keresztül mutatjuk be a devizahitelezés fogyasztóvédelmi visszasságait és fő makroprudenciális – rendszerkockázati - következményeit. Ezáltal jobban megérthető, hogy a túlzott – elsősorban devizában történő – lakossági eladósodás miért vált olyan széles társadalmi problémává, ill. rendszerkockázattá 2008-at követően.

A devizahitelezési jelenség kialakulásának okai igen összetettek voltak. Jelentős szerepet játszott benne a hazai gazdaságpolitika (fiskális és monetáris politika egyaránt), a hazai szabályozási hatóság (elsődleges a pénzügyminisztérium), a felügyelet hibái és a hazai és nemzetközi piaci folyamatok.<sup>40</sup> Semmilyen, a jelenséget korlátozó prudenciális, vagy fogyasztóvédelmi szabály sem volt érvényben. Így a hitelezők termékfejlesztésükben és üzletpolitikájukban gyakorlatilag teljes szabadságot élveztek.

A jelen fejezetben azonban nem a jelenséget kiváltó okokra, hanem a banki kínálati oldal üzletpolitikai szempontjaira, a tágan értelmezett termékfejlesztésre és menedzsmentre fókuszálunk. A hitelintézetek e hosszú lejáratú hiteltermék kockázatát áthárították a fogyasztókra. A kockázatok áthárításának

---

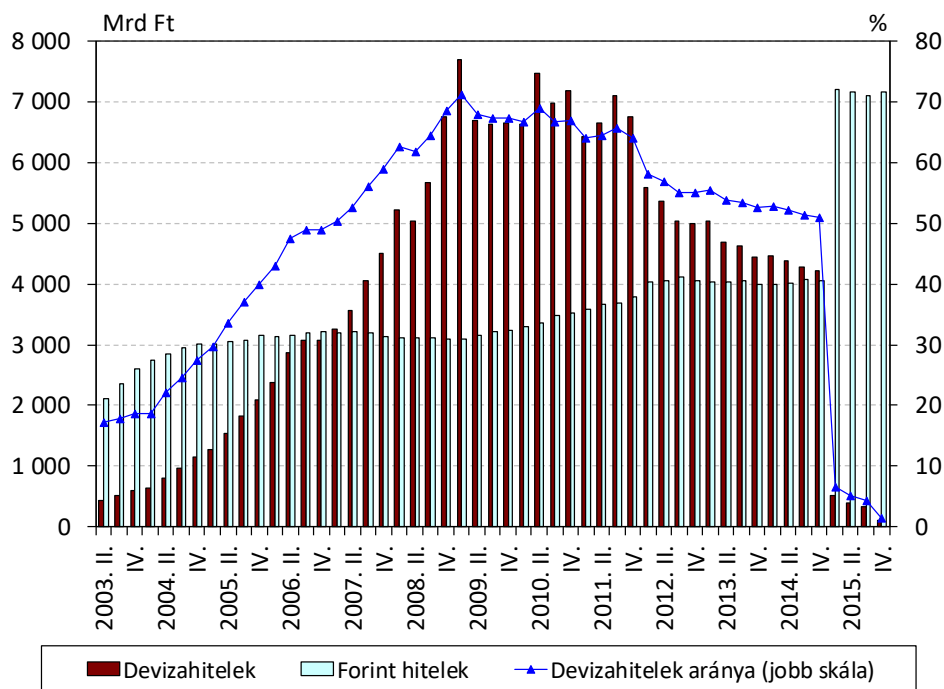
<sup>39</sup> Az esettanulmány a következő cikk alapján készült: Bethlendi András (2015): Egy rossz termékfejlesztésből rendszerszintű piaci kudarc A hazai lakossági devizajelzáloghitelezés. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 1. szám, 2015. március, 5–29. o.

<sup>40</sup> Erre vonatkozó irodalomból lásd például: Bethlendi, A. – Czeti, T. – Krekó, J. – Nagy, M. – Palotai, D. (2005): A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói. MNB HT 2005:2.; Csajbók, A. – Hudecz, A. – Tamás, B. (2010): Foreign currency borrowing of households in new EU member states. MNB OP 87.; Király Júlia – Nagy Márton (2008): Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok. Hitelintézeti Szemle 7:5.; Lentner Csaba szerk. (2014): A devizahitelezés nagy kézikönyve. Budapest, Nemzeti Közszerzési és Tankönyv Kiadó.



hosszú távú sikerességét azonban megakadályozta magából az áthárított kockázatból fakadó, megnövekedett hitelkockázatok, illetve azok rendszerkockázata. A devizahitelezés rendkívül széles körű, negatív társadalmi hatása miatt a gazdaságpolitika visszatérte a bankszektorra a kockázatok költségeinek egy jelentős részét.

## Háztartások hitelek volumene és denominációs szerkezete



Forrás: MNB Pénzügyi stabilitási jelentés 2016. május

A kialakult rendszerkockázat (devizahitelek állományának) kezelése több lépésben történt (végtörlesztés, elszámolás és forintosítás), melynek eredményeként 2014 végére már gyakorlatilag kivezetésre kerültek a hazai háztartási devizahitelek. Jelen fejezetben azonban nem a sikeres kivezetést ismeretjük, hanem bemutatjuk azokat az üzletpolitikai hibákat, melyek egymást erősítve, ill. a hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások hasonló viselkedéséből fakadóan (nyájhatás lépett fel) rendszerkockázati problémákhoz vezettek.

1. A banki vezetők teljesítménykiírásaiban csak a rövid távú volumennövelési célok jelentek meg, a termékek kockázati szempontjait (a kockázati költségeket) nem vették figyelembe.

Ahogy korábban már említettük a háztartási hitelkínálat és ennek kapcsán a hitelállomány nagyon alacsony bázisról kezdett növekedni a 90-es évek végén. A háztartási hitelezés magasabb infrastrukturális költségei miatt a megtérülés érdekében a bankokra egyfajta volumennövelési kényszer nehezedett, amely a kínálati verseny gyors erősödésével járt. A lakáshitelek piacának fejlődését jelentősen felgyorsította az állami támogatású konstrukciók. Az állami támogatás 2003. évi szigorítását követően a bankok volumennövelési kényszerüket a devizaalapú jelzáloghitelezés kialakításával és erős kínálatával tudták fenntartani.

Ezzel egyidejűleg a fejlett országokban (az anyabankok piacain) is jelentős háztartási hitelbővülés történt, amely egyfajta viszonyítási alapot szolgáltatott a leánybankok bővüléséhez. Az EU-csatlakozást követően egy eufórikus állapot alakult ki (new / emerging Europe hívták a régiót, mely jól kifejezi ezt), a pénz szinte nem is számított a külföldi befektetőknek a közép-kelet-európai pénzügyi szférába történő beruházásainál. A pénzintézeteket magas növekedési kilátásokkal árazták, ennek aztán a helyi menedzsmentnek meg is kellett felelnie. A banki vezetők teljesítményét általában a versenytársakhoz mérték. Ha egy banki vezető óvatosabb volt (például ódzkodott a deviza alapú termékek bevezetésétől), mint versenytársai, akkor a bankja lemaradt a piacrészesedésért folytatott versenyben, s ez már rövidtávon az állásába került, így a hosszabb távú kockázati szempontok figyelembevételében nem volt érdekelt.

A felső vezetői ösztönzési rendszerek rövid távúak és volumenalapúak voltak.<sup>41</sup> Egyébként ez nem hazai sajátosság volt, a fejlett országok bankszektorára is az ilyen jellegű felsővezetői teljesítménykiírások voltak jellemzők. Éppen a válság hatására vezették be uniós szinten a vezetői jutalmakra vonatkozó új, hosszabb távú ösztönzőket erősítő szabályozói követelményeket.

## **2. *A hitelezők minden eszközzel oldották a lakosság likviditási korlátját, ami egyben jelentős subprime jellegű hitelezést is jelentett***

A subprime az Egyesült Államokból eredő kifejezés, másodrendű – kevéssé hitelképes – adósoknak nyújtott hitelekértjük alatta. A subprime jelzáloghitelek jellemzője a magas jövedelemarányos törlesztési teher és a magas hitel / hitelfedezeti érték (loan to value, LTV) melletti hitelezés. A bedőlési valószínűségek ezen hiteleknel szignifikánsan magasabbak, mint a normális jelzáloghiteleknel.

- Az alacsony kamatozású devizában nyújtott hitel jelentős mértékben képes volt oldani a háztartások likviditási korlátját; a bankok sokkal nagyobb összeget és több ügyfélnek voltak képesek kihelyezni.
- A kisebb pénzügyi megtakarítással rendelkező ügyfeleket magas hitel/hitelbiztosíték értékű termékekkel érték el.

---

<sup>41</sup> Mivel a felsővezetői ösztönzőrendszerek üzleti titoknak számítottak a devizahitelezés felfutása idején, ezért ezt nem lehet dokumentálni, ám a fenti jelenség mégis köztudott volt a piacon.

- Az ügyfél jövedelmi korlátjait pedig úgy oldották, hogy a hitel maximális lejáratát megnyújtották (akár 30–35 évre), rugalmasabb törlesztési lehetőségeket biztosítottak, illetve a kevésbé szigorú jövedelemvizsgálatot folytattak. Olyan is volt, hogy gyakorlatilag teljesen eltekintettek a jövedelemvizsgálatól (tisztán fedezetalapú hitelezés is folyt).
- Az évek során az értékesítés is egyre agresszívebbé vált. A hitelezési felfutás csúcán az ügynöki értékesítés dühögött. Az ügynökök által összehozott portfóliók szinte minden hitelintézet esetén szignifikánsan magasabb hitelezési veszteséggel jártak a fiókban történt értékesítéshez képest.<sup>42</sup>

A fenti hiteljellemzők és értékesítési technikák használatával az alacsonyabb, illetve volatilisabb jövedelmű rétegek is viszonylag nagy hitelösszegekhez juthatnak, így vált a devizahitelezés subprime hitelezésé.

### *3. A hitelezési célok jelentősen kibővültek, ami szintén a kockázatok bővülését segítette elő.*

A termékfejlesztések a klasszikus jelzálog-hitelcélokon túl (lakásépítés és -vásárlás) újakat hoztak létre: a befektetési célú lakásvásárlás, a hitelfelvétellel kombinált megtakarítási lehetőségek (ún. kombi hitelek), ingatlanfedezet mellett nyújtott fogyasztási hitel. Ezeket összefoglalóan szabad felhasználású jelzáloghiteleknek hívták, amelyek egy idő után már a hitelállomány-növekedés motorját adták. Ezen hitelezési célok kockázatosabbnak számítanak a klasszikus jelzáloghitelezéshez képest.

### *4. A többletkockázatoknak az ügyfelekre hárítása csak rövidtávon volt sikeres, hosszú távon a hitelkockázatok szignifikáns növekedésével járt.*

A hitelezési korlátok feloldása és a hitelcélok bővítése mind a kockázatok növekedésének irányába hatott. Ezeket azonban a hitelezők már nem vállalták magukra. A devizaalapú jelzáloghiteleket rendkívüli változatosság jellemezte. A bankok sokat változtattak a termékjellemzőkön az évek során; ennek eredményeként nemcsak bankonként, hanem egy bankon belül az egyes folyósítási „évjáratok” is jelentős kockázati eltérést mutatnak. A kockázati verseny eredményeként az egyes hitelezési évjáratok kockázati jellemzői folyamatosan romlottak.

### *5. A svájci frank használata – a rövid távú kamatelőny ellenére – sokkal kockázatosabbnak bizonyult egy euróalapú hitelezéshez képest.*

A devizahiteleknél az árfolyamkockázatot teljes egészében a hitelfelvevő viselte. A termékek kialakításánál olyan deviza választása volt a cél, amely a legkisebb kezdő törlesztőrészt eredményezte egy adott hitelösszeg mellett. Így alkalmas volt a lakosság nagyon széles a meghitelezésére. A svájcifrank-alapú hitelezés Ausztriából indult ki, és az osztrák bankokon keresztül jelent meg először Magyarországon,

<sup>42</sup> Balás, T. – Banai, Á. – Hosszú, Zs. (2015): A nemteljesítési valószínűség és az optimális PTI szint modellezése egy háztartási kérdőíves felmérés felhasználásával. MNB-tanulmányok, 117.

amit a felfokozott piaci versenyhelyzetben a többi piaci szereplő is gyorsan bevezetett. Az euróhoz képest a svájci frank többletkockázata a következő tényezőkből adódott:

- A forint árfolyam-politikája az euróhoz kötődik, az euró-svájci frank kereszt-árfolyamra semmilyen ráhatással sincs a hazai monetáris politika.
- A svájci frank jól ismert menekülő deviza, tehát a korábbi évtizedek tapasztalatai alapján egy nemzetközi gazdasági válság esetén az erősödésére lehetett számítani.
- Az ún. carry trade-del kapcsolatos irodalomban egyértelműen megjelenik, hogy a magas kamatozású devizák gyakran hosszú felértékelődési periódusokon mennek keresztül, amelyeket hirtelen nagy gyengülés követ. Egy hosszú lejáratú hitel esetén ez azt jelenti, hogy az alacsony kamatozású, „kemény” devizában eladósodó személy nagyon nagy valószínűséggel akkora árfolyamvesztést fog elszenvedni, amely az összes addig keletkezett kamatnyereségét felemészt.<sup>43</sup>

**6. *A devizahitelek kamatmeghatározási módja a bank által egyoldalúan változtatható kamatozás volt. Ez a termékjellemző a tisztességtelen, egyoldalú kamatemelés lehetőségét hordozta.***

A deviza-jelzáloghiteleket kétfajta kamatozással értékesítették:

- Az egyik az volt, hogy egy fix kamatlábat határoztak meg. Ugyanakkor a kölcsönszerződés értelmében a fix kamatláb megváltoztatására tág lehetősége adódott a bankoknak.
- A másik indexált jellegű volt. A bankok valamilyen pénzpiaci benchmark-hozam (3, 6 vagy 12 hónapos EURIBOR/ CHF-LIBOR) felett alkalmaztak egy marzsot. A pénzpiaci helyzet függvényében a termék rögtön átárazódott. Ugyanakkor a bankoknak tág lehetősége volt a marzs megváltoztatására is.

A fentiek miatt használjuk a bank által egyoldalúan változtatható kamatozás kifejezését. A gyakorlat nem volt transzparens, a fogyasztó nem tudta átlátni, hogy a bank által kezdeményezett átárazást a valós költségeinek változása vagy profitnövelési szándékok okozták.

A lakossági devizahitelezés nem volt egyedülálló jelenség a régióban. Ugyanakkor Lengyelországban, Romániában és a Baltikumban a hitelek jelentős része valóban változó kamatozású devizahitel volt. Ezeket gyakorlatilag ugyanazok a banksoportok nyújtották, amelyek Magyarországon is jelen vannak. Kiemelendő ugyanakkor, hogy vélhetően az ottani hatóságok erélyesebb fellépésének a következtében a transzparencia és egyben a tisztességes átárzás az ottani szerződésekben sokkal jobban megvalósult. A fentiek miatt egyedül Magyarországon történt meg az, hogy

---

<sup>43</sup> Kisgergely, K. (2010): A carry trade. MNB-szemle, június.

az árfolyamsokk mellett kamatsokk is érte az adósokat, ami együtt a törlesztőrészek szignifikáns emelkedésével járt. Míg a környező érintett országokban a kamatváltozás (csökkenés) jelentősen ellensúlyozni tudta a negatív árfolyamhatást, sőt bizonyos esetekben a törlesztőrészek még csökkentek is.

*7. A bankok alapvetően rövid és szintetikus forrásból refinanszírozták a hosszú lejáratú deviza-jelzáloghitelezésüket. Ez a technika nem elhanyagolható megújítási kockázattal járt.*

A magyar bankrendszer a svájcifrank-hitelezéshez szükséges svájcifrank-forrást nem tradicionális módon – svájcifrank-devizabetét gyűjtéséből, illetve devizakötvény-kibocsátásból – vonta be, hanem a mérlegén belül forint- vagy euróbetétből finanszírozta meg. Az ebből adódó, mérlegen belüli nyitott devizapozíciót a bankok jellemzően külföldiekkel kötött, mérlegen kívüli (származtatott) rövid ügyletekkel fedezték. A tradicionális finanszírozás – például CHF-kötvény kibocsátása – rövid távon magasabb költséggel járt volna, de a stabil refinanszírozási struktúra hosszabb távon előnyösebb lett volna. Mivel a hazai bankszektor jelentős devizahitelezést produkált, erősen rá volt utalva a bemutatott finanszírozási technikára.

A megújítási kockázat materializálódott a 2008-as válság kitörésekor. A 2008 szeptemberében Magyarországot is elérő pénzügyi sokk következtében azonban a hazai bankok nem vagy csak nagyon drágán tudták megújítani derivatív pozícióikat. Ezen a helyzeten csak az MNB és a külföldi jegybankok összehangolt már ismertett akciója tudott segíteni.

A fentiek bemutatott refinanszírozásiköltség-kockázatot jelentős mértékben az adósok viselték, ráadásul aszimmetrikusan: a csökkenő refinanszírozási, országhitelezési és bankkockázati prémiumok nem vonták maguk után az ügyfélköltségek automatikus csökkenését.

*8. A túlzott növekedési hajsza miatt a hitelintézetek likviditási kockázata megnőtt, ennek a hatása szintén megjelent a forrás-, és ezáltal az ügyfélköltségekben.*

A túlzott hitel-növekedés következtében a hazai bankrendszer – zömében az anyabankokon keresztül – jelentős mértékben vont be külföldi forrást. Így a hazai bankszektor nemzetközi mértékben is jelentősen rá volt utalva a rövid devizaforrásokra, a hitel/betét arány a régió más országaihoz képest is nagyon megnőtt, messze eltávolodott az egészségesnek tekinthető, 100% körüli értéktől.

*9. Az alkalmazott kockázatkezelési módszertanok és eredmények csak hamis biztonságot adtak, a kockázatok valós mérésére nem voltak alkalmasak.*

A banki kockázatkezelés az alkalmazott módszertanok, termékjellemzők és a rendszerszintű kockázat kialakulása miatt megbukott. Ugyanakkor ezt nagyon későn ismerték fel az érintettek, amit jól mutat, hogy például a Lehmann-eseményt megelőző, 2008. májusi „Portfolio.hu Jelzáloghitelezés és Lakásfinanszírozás Magyar-

országon 2008” elnevezésű konferencián az előadók csak a jelzáloghitelezés kockázatainak növekedéséről beszéltek, de igazi veszélyhelyzetről szinte senki sem nyilatkozott, sőt az amerikai subprime válsággal összevetve, még pozitívabbnak is tekintették a hazai helyzetet. („A növekvő LTV-arány ellenére összességében még mindig konzervatív magyar szint...”, „jelentős eltérés a hitel/ GDP szintjében...”, „lényegesen jobb magyar portfólióminőség...”, stb. hangzott el.)

*10. Az egyoldalú kamatemelés lehetősége mellett a termékek a profitlel érdekében egyéb tisztességtelen – utólag bíróság, illetve a törvény által megállapított – termékjellemzőkkel is éltek*

A devizahitelek többségénél a bankok vételi és eladási árfolyamot használtak a hitelek folyósításakor és törlesztésekor. Az alkalmazott árfolyamrés mértéke (a középárfolyamtól vett eltérés) a bankokra volt bízva, mértéke nagyságrendileg a válság előtt 1,25% volt, amelyet 2008 után átlagosan 1,7%-ra emeltek. A bankoknak így a deviza-, illetve valutaváltáshoz hasonló profitabilitása származott a folyósításhoz és a törlesztéshez kapcsolódó fizetésekből.

A devizahitelekhez különböző költségek és díjak is kapcsolódtak. Ezek jelentőse része a hitelintézetek számára forintban merült fel, az ügyfelektől mégis devizaalapon kérték el. Egyrészt így is alkalmazni tudták rá az árfolyamrést, másrészt 2008-tól a forint a svájci frankhoz képest jelentősen leértékelődött, így az ügyfelektől beszedett költségek forintban megemelkedtek, míg a valós költségkifizetései forintban változatlanok maradtak.

## 4. A tőkepiac reálgazdasági és pénzügyi stabilitási szerepe

Jelen fejezetben alapvetően a tőkepiac reálgazdasági, pénzügyi stabilitási szerepére fókuszálunk. Tehát alapvetően makropénzügyi szempontból vizsgáljuk szemben az elérhető tankönyvek, jegyzetek többségével, melyek mikro fókuszúak: bemutatják az egyes értékpapírokat, a tőzsde részletes működését, az értékpapír elemzés alapjait, stb. Mi ez utóbbiakat csak egy fejezetbe foglaltuk össze, mely fogalmi háttérként szolgál a többi fejezethez.

### 4.1. Tőkepiaci alapfogalmak<sup>44</sup>

A gazdaságban a megtakarítások alapvetően kétfajta módon juthatnak el azokhoz, akiknek finanszírozási igénye van: 1) a bankrendszer közvetít a megtakarítók és az adósok között; 2) a tőkepiac, ill. tőkepiaci szereplők csatornázzak be a megtakarításokat a finanszírozási igénnyel rendelkező szereplőkhöz.

A tőkepiac általában hosszabb lejáratú, vagy lejárat nélküli megtakarítási lehetőségek piaca, melynek kockázati profilja általában jelentősen eltér a banki betétekhez képest. A tőkepiacon fontos megkülönböztetni az ún. elsődleges piacot a másodlagostól.

- Elsődleges piacnak nevezzük az új értékpapír kibocsátásokat, mely során a pénzügyi megtakarítások közvetlenül jutnak el a megtakarítótól az értékpapír kibocsátójához. A kibocsátásnál megkülönböztethetünk nyílt és zártkörű kibocsátás. Zártkörű esetén a kibocsátó egy előre kiválasztott – általában szűk körű - befektetői kört céloz meg. Míg a nyílt kibocsátásnál a befektetők egy széles körét célozza meg a kibocsátó; hirdetések útján, forgalmazók által minél szélesebb befektetői kört kíván elérni.
- A már kibocsátott értékpapírokkal való kereskedelmet hívjuk másodlagos piacnak. Itt „másodkézből” lehet az adott értékpapírt megvenni, tehát olyan befektetőktől, aki korábban jutott hozzá az értékpapírhoz. Aktív másodlagos piacnak nagy a jelentősége, nélküle sérül az elsődleges piac funkciója is. Hiszen a másodlagos piac biztosítja az adott

---

<sup>44</sup> A fejezethez felhasznált irodalom: Rotyis József (2001): Tőzsdei befektetők kézikönyve. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti kiadó Kft.

értékpapír likviditását. A másodlagos piac lehet OTC (over the counter), tehát nem, vagy alig szabályozott; vagy központosított és szabályozott, ami a tőzsde.

## A likviditás jelentősége, ill. egyéb tőkepiaci kockázatok

A tőkepiac hatékony működésének egy kulcs eleme a megfelelő likviditás. Likvid egy értékpapír piaca, ha az értékpapír gyorsan, egyszerűen és alacsony költségek mellett értékesíthető, vagy megvásárolható. Ezt viszonylag nagyszámú eladó és vevő tudja biztosítani, melynek eredményeként az egyes eladási, vagy vételi ajánlatok nem változtatnak jelentősen a piac áron. A likviditás természetesen időben nagyon jelentősen tud változni egy adott piacon. A kevésé likvid piacok, vagy értékpapírok esetében a befektetők likviditási felárat kérnek a befektetéseikért, mely alacsonyabb árakban jelenik meg. Az illikvid piacok sok befektetőt távol tartanak. Ezért a tőkepiac fejlődése és fejlesztése szempontjából kiemelt szerepe van a piac likviditás biztosításának.

A tőkepiaci befektetéseknél a befektetők tipikusan az ún. piaci kockázatot futják, mely az árfolyamok (részvény, deviza) és kamatmozgásokból eredő ártértékelődési veszteségek lehetőségét testesítik meg. Ugyanakkor még számos kockázattal szembesül a befektető tőkepiaci befektetése során.

Hitelkockázat különböző típusai például:

- Csődkockázata: a kibocsátó a szerződéses kötelezettségeinek nem, vagy nem az eredeti feltételek mellett tesz eleget és a befektetőnek ebből kára származik.
- Elszámolási kockázat: annak a kockázata, hogy egy fizetési és elszámolási, valamint értékpapír-elszámolási rendszeren keresztül lebonyolított elszámolás nem a várt módon teljesül. Az egyik fél teljesíti a szerződés szerinti kötelezettségét, de nem kapja meg érte az ellenértékét.
- Partnerkockázat: a professzionális pénz- és tőkepiaci szereplőkkel (pénzügyi intézmény, befektetési vállalkozás, biztosító, befektetési alapkezelő) szembeni hitelkockázat;
- Működési kockázat: a befektetési szolgáltató a nála elhelyezett, ill. kezelt értékpapírt és pénzt nem képes kiadni a befektetőnek (ennek számos oka lehet, csalás, nyilvántartási rendszer hibája, stb.).

A tőkepiacon az ügylet esedékessége alapján két nagy részpiacot különböztethetünk meg:

- Azonnali (prompt) piac: jellemzője, hogy a megkötött tranzakciók néhány napon belül lebonyolódnak, és teljesen elszámolásra kerülnek.
- Határidős: a szerződéskötéstől külön válik a teljesítés. Szerződéskötéskor megállapodnak a felek az árban, volumenben, minőségben, de a



teljesítés és az elszámolás egy jövőbeli időpontban történik. A határidős piacok egy jelentős része származékos termékekre szól: ez azt jelenti, hogy az ügylet ára egy másik termék, az alaptermék vagy mögöttes termék (deviza, részvény, index) árától függ. Másik jellemzőjük a tőkeáttétel: azt jelenti, hogy a szolgáltatók által meghatározott letéti összeggel (margin) olyan ügyletet lehet kötni, ahol az ügyletérték az elhelyezett letét összegét többszörösen meghaladja (tíz, vagy akár százszorosát is elérheti). Ennek növekedése magasabb hozamot ígér, azonban minél nagyobb a tőkeáttétel, annál nagyobb a befektetett tőke elvesztésének a kockázata.

A tőkepiac fő eszközei az értékpapírok. Ugyanakkor jelentős súlyt képviselnek a nem értékpapír alapú tőkepiaci eszközök is, többek között a már említett határidős ügyletek. Az értékpapírok az alapul szolgáló jogviszony szerint négy fő csoportra oszthatjuk:

- Pénzkövetelésről szóló, vagy hitelezési jogviszonyt megtestesítő (pl.: kötvények, jelzáloglevelek);
- Részesedésről, vagy tagsági jogviszonyról szóló (pl.: részvények);
- Áruval kapcsolatos tulajdonjog, vagy egyéb jogról szóló értékpapírok.
- Befektetési jegyek: a befektetési alapok bocsátják ki. Több értelemben is fenti esetek hibridei, mert az alap egy résztulajdonát testesíti meg, ugyanakkor a kötvényekhez hasonlóan a befektetési jegy tulajdonosának nincs lehetősége az alap döntéseit befolyásolni. A befektetési alapok politikája irányulhat részesedésekre, hiteljogviszonyt megtestesítő értékpapírokra, ill. vannak vegyes alapok is. A fentiek mellett még megkülönböztetünk áru és ingatlanalapokat is.

Tőkepiaci finanszírozás közé soroljuk a startup finanszírozás különböző módjait is, kiemelten:

- Üzleti angyalok: nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatokba fektetnek magánvagyonukból. Kapcsolati tőkével is támogatják befektetéseiket.
- Közösségi finanszírozás (crowdfunding): internet alapú platformon keresztül történő finanszírozási módot, amely során nagyszámú magánszemély vagy szervezet egyenként kis összeggel finanszíroz egy adott projektet.
- Kockázati tőke (venture capital) és magán tőke (private equity) alapok: a kockázati tőke a korai szakaszban lévő, magas növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokba fektetnek. Míg a magántőke már az

érettebb (CF termelő) vállalkozásokban való tulajdonszerzést célozza meg.

## 4.2. Banki vs. tőkepiaci alapú pénzügyi rendszerek

A szakirodalomban régóta vita tárgya, hogy az alapvetően banki (Németország, Japán), vagy a tőkepiaci finanszírozási (tipikusan angolszász országok) modell a kedvezőbb a hosszú távú gazdasági növekedés szempontjaiból. A 19. század óta számos közgazdász érvelt a bankalapú rendszerek jobb hatékonysága mellett. A bankok - korábban már ismertetett szerepeik által - a megtakarítások mérethatékony mozgósítása, a jó finanszírozási célpontok kiválasztása, a megfinanszírozott vállalatok monitoringja által a társadalmi megtakarítások hatékony felhasználását segítik. Ezek az előnyök a tőkepiacon is jelentkezhetnek:

- A tőkepiac is képes nagy mennyiségben a forrásokat a megtakarítóktól a felhasználókhoz áramoltatni.
- A jól működő tőkepiacon jelentős verseny alakul ki a megfelelő befektetési célpontok megtalálása érdekében. Így nem csak a bankok tudják kiválasztani a finanszírozásra érdemes szereplőket.
- Igaz, hogy a sok befektető nem tud közvetlenül olyan hatékony kontrollt biztosítani, mint egy, vagy két finanszírozó bank. Ugyanakkor a tőkepiacon a kötelező nyilvánosságra hozatali követelmények szabályozása sokkal szigorúbb, így a nyilvánosan elérhető információk köre sokkal bővebb és gyorsabban kerül ki, így meg tud valósulni egy piaci fegyelmező erő a kibocsátóval szemben.

Tökéletes piacokat feltételezve a finanszírozási struktúrának (hitel, vagy részvény) nincs hatással a vállalat értékére (ún. Modigliani-Miller tétel) és ez által a gazdasági növekedésre sem. A tökéletes piac feltételei azonban nem állnak fenn: a szereplők nem teljesen racionálisak; gyakran jelentős információs problémák állnak fenn; a szabályozás, adózás piactorzító hatással bír, stb. Így ez az elmélet nem segít megoldani a fenti vitát.

A 2000-es évek első felére a vita nyugvó pontra került, egy olyan kompromisszum született, mely szerint az egyik pénzügyi rendszer sem állítható a másik felé. A banki versus tőkepiaci alapú pénzügyi rendszer megkülönböztetés nem igazán segíti annak a kérdésnek a megválaszolását, hogy milyen

pénzügyi rendszer támogatja leginkább a gazdasági fejlődést. A „law and finance” megközelítés képviselői<sup>45</sup> azzal érveltek, hogy a törvények és a jogértvényesítési mechanizmusok minősége jobban megkülönbözteti az egyes pénzügyi rendszereket a gazdasági növekedés erősítése szempontjából, mint az, hogy a pénzügyi rendszerek bank vagy piaci alapúak-e. Ehhez a megközelítéshez tartozik még a pénzügyi szolgáltatások nézet (financial services view), mely szerint a pénzügyi szolgáltatások nyújtásának hatékonysága a döntő és nem az, hogy ezek banki, vagy tőkepiaci alapú szolgáltatások. A pénzügyi szolgáltatások hatékonysága pedig a pénzügyi megállapodások - szerződések, piacok és közvetítők – minőségén alapul, melyek a piaci hiányosságokat is enyhíteni tudják.<sup>46</sup> Nemzetközi empirikus összehasonlítások is a fenti nézeteket támasztották alá. A fejlettebb pénzügyi rendszerek pozitívan befolyásolják a gazdasági növekedést. Ugyanakkor az viszonylag kevésbé fontos a gazdasági növekedés szempontjából, hogy a pénzügyi rendszer a banki vagy tőkepiaci alapú. A pénzügy rendszer fejlődésében a jogrendszernek kiemelt szerepe van.<sup>47</sup>

A 2008-as pénzügyi és gazdasági válság azonban újra felizzította a fenti vitát és a különböző pénzügyi rendszerek eltérő rendszerkockázatát helyezte előtérbe. Az irodalom a 2008-as válság tapasztalatai alapján általában már előnybe részesíti a piaci alapú rendszereket. Ugyanis a pénzügyi és jelzáloghitel válság súlyosabbnak bizonyult azon országokban, ahol banki-alapú a pénzügyi rendszer, melynek legfontosabb oka a jelentősen prociklikus hitelezésük volt, ami megkérdőjelezi, hogy mennyire hatékony forráselosztásra képesek.<sup>48</sup> A bankok több okból kifolyólag jelentős rendszerkockázatot tudnak felépíteni:

- Magas tőkeáttétellel működnek, ezért válság esetén jelentősen lefékezik aktivitásukat annak érdekében, hogy a minimális szabályozótőke követelménynek megfeleljenek (a veszteségek a tőkehelyzetüket könnyen meggyengítik a tőkeáttétel miatt).

---

<sup>45</sup> Például Laporta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R.W. (1998): Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155

<sup>46</sup> Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda, *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.

<sup>47</sup> Levine, R. (2002): Bank-based or market-based financial systems: which is better? NBER Working Paper 9138 <http://www.nber.org/papers/w9138>

<sup>48</sup> Lásd például Langfield, S. – Pagano, M. (2015): Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth. ECB Working Paper Series No 1797 / May 2015 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1797.en.pdf>

- Nagymértékű a banki eszközök és források lejáratí eltérése, mely likviditási és kamatkockázatot hordoz növelve a bankok sebezhetőségét.
- A bankok számos ügylet által kapcsolódnak egymáshoz, így nagy az egymás közötti fertőzés esélye. Egy bank fizetési problémája könnyen magával ránthat más bankokat is.

A fentiekkel szemben a tőkepiaci szereplők kisebb tőkeáttétellel rendelkeznek, nagyobb az eszköz-forrás megfeleltetésük, sokkal inkább közvetlen finanszírozás (a megtakarítóktól a befektetőig) jellemzi a tranzakciókat, ami kevesebb pénzügyi rendszeren belüli összekapcsolódását jelent. Így a piaci alapú finanszírozás esetében kevésbé valószínű a rendszerkockázat kialakulása. A fentieket az OECD országok körében végzett empirikus kutatások is alátámasztották.<sup>49</sup>

- Azaz a pénzügyi szerkezet befolyásolja a rendszerkockázatot. Míg a bankalapú finanszírozás rendszerkockázatot idéz elő, addig a piaci alapú adósság- és tőkefinanszírozás csökkenti a rendszerkockázatot.
- Rendszerkockázati szempontból a piaci alapú tőkefinanszírozás előnyösebb a piaci alapú adósságfinanszírozással szemben.
- Amennyiben a banki alapú finanszírozás relatíve kis méretű, a bankok nem okoznak rendszerkockázatot.
- Amennyiben a pénzügyi szerkezet viszonylag piaci alapú, a bankok rendszerkockázatra gyakorolt hatása alacsony.

Az utóbbi időkben alternatív elméletek is inkább a tőkepiaci finanszírozás előnyei mellett törtek lándzsát. Például Nicholas Taleb „antifragilitás” elmélete<sup>50</sup> szerint is a banki finanszírozás dominanciája a kedvezőtlenebb modell, hiszen az egyre nagyobbá váló bankok összegyűjtik, és sokszor elrejtik (ezáltal felhalmozzák) a hitel és egyéb kockázatokat, így később, de nagyobb és hosszabban tartó rendszerhatással jelentkezik egy-egy hitelezési (bank) válság. A tőkepiaci finanszírozás esetén azonban – ha a tőkepiaci transzparencia megfelelően működik – hamarabb jön el az igazság pillanata. Azaz gyakrabban fordulnak elő kisebb válságok, viszont azok hamar, és komolyabb rendszersokkok nélkül meg tudnak oldódni (a piac szelektál), illetve a nagyobb válságok is (lásd pl. az 1987-es USA tőzsdeválság, vagy a DotCom lufi kipukkadása a 2000-es évek elején) gyorsabban és kisebb reálgazdasági turbulenciát okozva csengenek le. Ezzel ellentétben a bankválságok kísérőjelenségeként fellépő hitelszűkének („credit crunch”) növekedésre gyakorolt

<sup>49</sup> Bats, J. – Houben, A. (2017): Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk. DNB Working Paper 577 / December 2017

<sup>50</sup> Taleb, N.N. (2012): Antifragile: Things That Gain from Disorder. Penguin Books.

hatásai minimum években mérhetők és csak nagyméretű állami/jegybanksi programokkal kezelhetők.

### 4.3. A széttagolt és alapvetően banki alapú európai pénzügyi rendszer

Az EU gazdasága - történelmi adottságként - túlzott mértékben támaszkodik a banki finanszírozásra a tőkepiacival szemben, mely többek között a 2008-as válság tapasztalatai alapján versenyhátrányt jelent az Egyesült Államok gazdaságával szemben. Ugyanakkor nagy különbségek vannak az egyes tagországok között. A Bruegel think tank tanulmánya<sup>51</sup> alapján az EU országokat a pénzügyi rendszerük struktúrája alapján a következőképpen lehet csoportosítani.

#### Az európai országok csoportosítása pénzügyi szektorok struktúrája alapján



Forrás: Bijlsma, M.J. – Zwart, G.T.J. (2013): The changing landscape of financial markets in Europe, The United States and Japan. Bruegel Working paper 2013/02

<sup>51</sup> Bijlsma, M.J. – Zwart, G.T.J. (2013): The changing landscape of financial markets in Europe, The United States and Japan. Bruegel Working paper 2013/02

1. Piaci alapú országok, melyek közelebb vannak az Egyesült Államok struktúrájához, mint a többi EU ország. Elsősorban tőzsdei aktivitás, kockázati tőke tevékenység és a külföldi tőkére való nyitottság mérete alapján különülnek el a többi európai országtól. Ezen országok (Hollandia, Egyesült Királyság, Belgium, Franciaország, Finnország és Svédország) csoportja Észak-Nyugat Európában helyezkedik el. Közülük Belgium, Hollandia és Franciaország közel áll a banki alapú országokhoz.
  2. Banki alapú EU országok a Japán struktúrához állnak közel, ezek egyben Dél- és Közép Európa országai (Ausztria, Dánia, Németország, Görögország, Olaszország, Portugália és Spanyolország). Ezen országokra jellemző, hogy a lakossági megtakarítások nagyon jelentős részét teszik ki a bankbetétek.
- Ugyanakkor mind a piaci, mind a banki alapú európai országok a GDP-hez képest relatíve nagyobb bankszektorttal rendelkeznek, mint a referenciaként használt Egyesült Államok és Japán bankszektora. A 2008-as pénzügyi válság hatására a két csoport közeledett egymáshoz, ugyanis mind a banki, mind a tőkepiaci pénzügyi közvetítés mélysége jelentősen csökkent. Ezzel egyidejűleg ez a visszaesés moderáltabb volt az Egyesült Államok esetében. Ennek egyik oka, hogy az Egyesült Államokban a banki hitelezés visszaesését részben ellensúlyozta az új értékpapírok (részvény, kötvény) kibocsátásának a volumene.
3. Közép-Kelet európai országok (Bulgária, Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia, Lengyelország, Románia, Szlovákia és Szlovénia) a fejletlenebb – mind a banki, mind a piaci - pénzügyi rendszerek miatt egy külön csoportot alkotnak.
  4. Speciális pénzügyi rendszerrel rendelkező országokat (Írország, Málta, Ciprus, Luxemburg) külön csoportként azonosította be a tanulmány. Ezek pénzügyi rendszerére jellemző, hogy jelentős offshore, ill. nemzetközi szolgáltatási üzletággal rendelkezik.

#### 4.4. A Tőkepiaci unió

A 2008-tól kezdődő válság, illetve a tőkepiacok ebben játszott szerepe az európai szabályozókat arra ösztönözte, hogy az európai unió pénzügyi piacainak szabályozását és integráltságát fejlesszék. Ennek a terméke a bankunió, ami a nagy európai bankcsoportok központosított felügyelését és ellenőrzését

jelenti, nem megfelelően az ehhez szorosan kapcsolódó egységes szanalási és betétbiztosítási rendszerekről. A tőkepiacon azonban eltérő a megközelítés, a tőkepiaci unió nem a bankunió tőkepiaci visszhangja. A tőkepiaci unió egy intézkedés csoport, mely azt kívánja szolgálni, hogy a relatíve alulfejlett európai tőkepiacok és intézményrendszerek fejlesztésük révén érdemben hozzá tudjanak járulni a reálgazdaság finanszírozásához pozitívan hatva a gazdasági növekedésre és a foglalkoztatásra. A hazai vállalati szektor gyenge tőkehelyzete, főleg a kis- és középvállalati (KKV) szektor nagyon korlátozott tőkebevonási lehetősége már régóta ismert a hazai gazdasági szakemberek körében. A tőkebevonás nehézségét szemlélteti az a jelenség (nem csak nálunk, hanem Nyugat-Európában is), hogy egyes gyorsan fejlődő, innovatív KKV-ék áttesszük a székhelyüket más országokba, például az Egyesült Államokba.

A tőkepiaci uniónak jelenleg még nincs pontos definíciója, egy több fókuszú és elemű intézkedéscsomag, mely leginkább egy vízióval foglalható össze: egy banki és tőkepiaci finanszírozással egyaránt ellátott likvid, transzparens és egységes EU-s pénzügyi szektor létrehozása, amelyben a potenciális növekedést nem gátolja a finanszírozáshoz jutás nehézsége, mindemellett pedig a tőkepiaci finanszírozás bőséges és relatíve olcsó, a megtakarítók befektetési lehetőségei kitágulnak beleértve a KKV és infrastrukturális finanszírozáshoz való direkt hozzáférést. A tőkepiaci unió az értékpapírosítás fejlesztésén keresztül egyben hozzá tudna járulni a bankok hitelezési kapacitásának a növeléséhez. Röviden ezt nevezzük tőkepiaci uniónak.

A következőkben az akciótervnek csak néhány pontját ragadjuk ki a teljesség igénye nélkül.

**1. A legfontosabb a szegmentált és alulfejlett részpiacok beazonosítása és fejlesztése. A Bizottság a következő fő részpiacokat, illetve tőkepiaci eszközöket kívánja majd elsősorban fejleszteni:**

- indirekt hitelezési eszközök: jelzáloglevél (covered bond) és értékpapírosítás<sup>52</sup>;

---

<sup>52</sup> Az értékpapírosítás során egy társaság (originátor) egyes jövedelemtermelő képességgel rendelkező eszközeit csomagba rendezi, amelyet átruház egy külön erre a célra létrehozott társaságra (SPV). Az értékpapírosítás során nem biztosított hitelnyújtásról, hanem az eszközcsoomag valódi átruházásáról beszélünk. Ennek eredményeképpen az eszközök kikerülnek az originátor mérlegéből és átkerülnek az SPV mérlegébe. Az SPV a forrást az átvett eszközcsoomag fedezetével kibocsátott értékpapírok értékesítése útján szerzi, melyeket a tőkepiac szereplői vásárolnak meg.

- közvetlen finanszírozási eszközök: vállalati kötvény, illetve az ún. „private placement”<sup>53</sup>;
- korai fázisú innovatív vállaltok finanszírozása: a jelenleg teljesen nich szegmensnek tekinthető közösségi finanszírozás<sup>54</sup> is felkerült a kiemelten fejlesztendő területek közé nagyon rugalmas és innovatív jellege miatt.

A jelzáloglevélpiac és az értékpapírosítás fejlesztése a bankszektor hitelezési kapacitását is erősíteni tudja, így az általános gazdasági növekedést erősíti (ezért hívjuk indirekt hitelezési eszköznek).

2. A tőkeallokáció – határon átnyúló tőkebefektetések - korlátainak felszámolása. Többek között ilyen korlátként jelennek meg az egyes országok eltérő csőd/felszámolási és végrehajtási szabályai, mely a több országra kiterjedő finanszírozási ügyletek jogbiztonságát (ez által hatékonyságát) csökkenti. A másik ilyen torzító hatás az értékpapírok eltérő adózása országonként és típusonként, amely legtöbbször a részvénypiaci finanszírozást hátráltatja, a jelzálog alapú kötvényekkel szemben.
3. A nagy infrastrukturális és környezetvédelmi projektek finanszírozási hátterének megteremtése. Ennek különböző eszközei lehetnek: PPP finanszírozás, ill. az európai hosszú távú befektetési alapok, mint új intézménykategória létrehozása.
4. A tőkepiac keresleti oldalának az erősítése. Mind a lakossági, mind az intézményi befektetők termékhozzáféréseinek, a termékek átláthatóságának fejlesztése, a hosszú távú megtakarítások (kiemelten nyugdíj) támogatása tartozik ebbe a kategóriába.

---

<sup>53</sup> A vállalati kötvénypiac egy szegmense, ahol kevésbé szabályozott módon, zárt körben történik általában intézményi befektetőknek a vállalati kötvények kibocsátása. A private placement-ek a bankhitel és a vállalati kötvények közötti sajátos átmenetét képezik.

<sup>54</sup> Commission proposal for a regulation on European crowdfunding services providers. 2018. március

[https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding_en)



## 5. Közpénzügyek és államháztartástan

Általános történelmi és közgazdasági megfigyelés, hogy a fejlődés, fejlettség bármely fokán álljon is egy nemzet, mindig lesznek a társadalom, közösség valamennyi tagját érintő olyan (köz)célok, amelyek csak közkiadásokkal valósíthatók meg; mindig lesznek olyan (köz)szükségletek, amelyek magán-gazdasági tevékenységgel egyáltalán nem, vagy csak sokkal nagyobb áldozatok árán elégíthetők ki, mintha a szükségletkielégítés közösen, maga az állam által történne.<sup>55</sup> *Költség nélkül az államot kormányozni nem lehet, kormányozni pedig kell.*<sup>56</sup> Sőt, már a 19. században megfogalmazódott a **Wagner-törvény**,<sup>57</sup> amely szerint az ipari (vagy szociális, jóléti) társadalom fejlődése során az állami kiadások részaránya nő a nemzeti jövedelem felhasználásában. Tehát a közkiadások nemcsak együtt nőnek a GDP növekedésével, hanem az általában exponenciálisan növekedő GDP értékén belül is növekszik a közkiadások részaránya.<sup>58</sup> Ezt később a **Peacock-Wiseman-hipotézis** is megerősítette,<sup>59</sup> a 20. század elejei 9-17 %-os arány, mára 40-53 %-ra emelkedett (de az 1980/90-es évek skandináv jóléti államaiban ez 60 % felett volt) az állami újraelosztás mértéke. Ehhez kapcsolódik szorosan az ún. **Popitz-törvény**,<sup>60</sup> amely szerint mind a bevételek, mind a kiadások idővel egyre feljebb csúsznak, mindinkább központosulnak, azaz a közkiadásokon belül hosszabb távon egy centralizációs tendencia rajzolódik ki a központi és a lokális költségvetések között, azzal a megszorítással, hogy e trend csak nagy megszakításokkal érvényesül.<sup>61</sup>

A közszükségletek fedezéséhez szükséges anyagi eszközök beszerzése, kezelése és felhasználása különös állami tevékenységet kíván, amelyet állami

---

<sup>55</sup> Mariska Vilmos (1905): Az államgazdaság kézikönyve. Franklin Társulat. 1. o.

<sup>56</sup> Deák Ferenc képviselőházi beszéde 1867. márc.2-án idézi Magyary Zoltán (1923): A magyar állam költségvetési joga. Studium. 41. o.

<sup>57</sup> Wagner, Adolph (1890): Finanzwissenschaft Leipzig: Winter.

<sup>58</sup> Sebestyén Tibor (2007): Az állam térvessztése az évszázados térhódítás után. in Polgári Szemle, 2007. szeptember és Mellár Tamás (2001): Kedvezményezett vagy áldozat: a GDP és a költségvetési kiadások kapcsolata. Statisztikai Szemle, 79. évfolyam, 2001. 7. szám

<sup>59</sup> Alan T. Peacock, Jack Wiseman (1961): The Growth of Public Expenditure in the United Kingdom. National

Bureau of Economic Research 16. o.

<sup>60</sup> Popitz, Johannes (1932): Der künftige Finanzausgleich zwischen Reich, Ländern und Gemeinden

<sup>61</sup> Kamplér Béla (2005): Az önkormányzati adóztatás elméleti és gyakorlati kérdései. SZTE AJK. 81-85. o.

pénzügyeknek, helyesebben államháztartásnak nevezünk. A leggyakrabban, a közpénzügyek elnevezés is arra utal, hogy ez a társadalmi közösségtől származik és annak javára kell fordítani. Egyebekben a közpénzügyek rendszere mára számos tárgykört foglal össze, és ide tartozik a monetáris politika (lásd 3. fejezet), a fiskális politika és a nemzeti vagyon is. A költségvetés, **budget** kifejezés az angol kultúrából származik, eredete a francia bougette, bouge (tárcácska, erszény). Költségvetési jelentését onnan kapta, amikor az 1720-as években kitört South Sea Bubble válság hatására, a Kincstár első lordja, Robert Walpole a parlament elé előterjesztette az állami költségvetést, a közpénzek iránti bizalom helyreállítása érdekében.<sup>62</sup> Magyarországon a kiegyezést követően fogadták el az első rendes költségvetést: az 1868. évi L. törvénycikk az 1869-ik évi államköltségvetésről.

## 5.1. Fiskális politika

Az államháztartástan, a költségvetési politikai, a fiskális politika vagy szűk értelemben vett pénzügytan feladata azoknak az összefüggésekben és elveknek tisztázása amelyek alapján a közületi szükségletek anyagi megalapozására eszközei előteremtéséről és felhasználásáról döntünk.<sup>63</sup> A fiskális politika tehát a közkiadások meghatározása (allokáció és redisztribúció) és a közbevételek (jövedelmek centralizálása), az adóztatás irányításán keresztül akar hatni a gazdaság szereplőire. Társadalmi és makrogazdasági szinten ehhez szorosan kapcsolódik az államadósság tervezése és kezelése is. Célkitűzései összetettek, egyfelől az állam működéséhez szükséges pénzeszközöket kell kezelnie, másfelől a közösségi (elsősorban jóléti) szükségleteket kell finanszíroznia. Emellett arra is törekszik, hogy a gazdasági élet ciklikusságának hatásait is bizonyos keretek közé szorítsa, valamint a munkanélküliséget is megfelelő szinten tartsa, válság esetén pótlólagos kereslet generálása a kiesett kereslet helyére. Ezzel kapcsolatban az Európai Unióban fontos korlátozás, hogy a belső piaccal összeegyeztethetetlen a tagállamok által vagy állami forrásból bármilyen formában nyújtott olyan támogatás, amely bizonyos vállalkozásoknak vagy bizonyos áruk termelésének előnyben részesítése által torzítja a versenyt, vagy azzal fenyeget, amennyiben ez érinti a tagállamok közötti kereskedelmet.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> History, Origins and Traditions of the Budget. [www.interbudget.co.uk/history-budget.html](http://www.interbudget.co.uk/history-budget.html)

<sup>63</sup> Heller Farkas (1943): Pénzügytan. Magyar Közgazdasági Társaság, 4. o.

<sup>64</sup> Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata 126. Cikk

A fiskális politika költségvetési eszközei változatosak. Recesszió idején az ún. expanzív (aktív, laza) fiskális politika érvényesül, ami az adók csökkentését, újabb állami projektek indítását jelenti. Ez olykor a fenntarthatónál magasabb költségvetési hiányt eredményez. A fellendülés (konjunktúra) esetén pedig általában a restriktív (passzív, szigorú) fiskális politika következik: adók emelése, közkiadások csökkentése; ekkor lehet tartalékokat képezni az expanzív beavatkozás műveleteinek fedezetére, biztosítva a hosszú távú költségvetési egyensúlyt.<sup>65</sup> Más csoportosításban léteznek automatikus szabályozó eszközök (progresszív adózás, munkanélküli segélyek, transferek), valamint diszkrecionális eszközök (eseti beavatkozások, közmunka, adókulcsok változtatás). A fiskális és monetáris politika kapcsolatát a szakirodalom akkor tartja helyesnek, ha fiskális dominancia (expanzív fiskális és laza monetáris politika) vagy monetáris dominancia (aktív monetáris és passzív fiskális politika) valósul meg.<sup>66</sup>

Az államháztartás a közfeladatok ellátásának egységes szervezeti, tervezési, gazdálkodási, ellenőrzési, finanszírozási, adatszolgáltatási és beszámolási szabályok szerint működő rendszere.<sup>67</sup> Az államháztartás központi és önkormányzati alrendszerből áll.

### Az államháztartás rendszere

Központi alrendszer	Önkormányzati alrendszer
a) az állam, b) a központi költségvetési szerv, c) a törvény által az államháztartás központi alrendszerébe sorolt köztestület, és d) a köztestület által irányított köztestületi költségvetési szerv.	a) a helyi önkormányzat, b) a helyi nemzeti és önkormányzat és az országos nemzeti és önkormányzat, c) a helyi és nemzeti és önkormányzatok által létrehozott társulás, valamint a területfejlesztési önkormányzati társulás, d) a térségi fejlesztési tanács, és e) az előbbiektől irányított költségvetési szerv.

Forrás: saját összeállítás

<sup>65</sup> Leeper, Eric (1991): Equilibria Under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*. 27:129–147.

<sup>66</sup> Blanchard, Olivier (2004): Fiscal Dominance and Inflation Targeting – Lessons from Brazil, NBER working paper No. 10389. és Fan, Jingwen – Minford, Patrick – Ou, Zhirong (2014): The Role of Fiscal Policy in Britain’s Great Inflation, Cardiff Business School Working Paper.

<sup>67</sup> 2011. évi CXCV. törvény az államháztartásról 2. §

Az államháztartásban a tervezést, a gazdálkodást és a beszámolást középtávú tervezés és ezen alapuló éves költségvetés alapján kell folytatni:<sup>68</sup> a tervezés során a bevételek közgazdasági megalapozottak, és csak annyi kiadás határozható meg, amennyi a közfeladatok ellátásához indokoltan szükséges; a gazdálkodás során előre meghatározott célhoz kötött a bevételek és kiadások felhasználása; a beszámolás során valamennyi bevétel és kiadás teljes összegében, a költségvetési évek között összehasonlítható módon kerül számbavételre.

E követelményekkel kapcsolatban számos, olyan általánosan elfogadott **alapelv** fogalmazható meg, amelyeket az államháztartáshoz tartozó minden szervezetnek követnie kell a költségvetés tervezése, végrehajtása, a bevételek és kiadások számbavétele, valamint a beszámolás során. Az alapelvek érvényesülésének jogszabályi garanciái: a költségvetés készítésével és az elszámolással, a költségvetés végrehajtásával és a gazdálkodással, valamint a pénzügyi folyamatok számbavételi módját meghatározó szabályok.

### Az államháztartás alapelvei

Társadalmi elvek	
<b>nyilvánosság</b>	a költségvetéssel kapcsolatos dokumentumok (költségvetési, zárszámadási törvények, jelentések) a társadalom minden tagja számára hozzáférhető
<b>demokratikus döntéshozatal</b>	államháztartási döntéseket minden esetben demokratikusan választott képviselőkől alkotott választott szervek (Országgyűlés, önkormányzati képviselő-testület vagy közgyűlés) hozzák meg
<b>áttekinthetőség</b>	a költségvetéssel kapcsolatos dokumentumok egyértelműek, világosak, pontosak, egymásnak megfeleltethetők legyenek, a zárszámadást is az elfogadott költségvetéssel összehasonlítható módon, az év utolsó napján érvényes szervezeti, besorolási rendnek megfelelően kell elkészíteni
<b>ellenőrzés és ellenőrizhetőség</b>	a költségvetés végrehajtásának ellenőrzéséről törvényt – önkormányzat esetében rendeletet – kell elfogadni

<sup>68</sup> Egyes országokban a költségvetési év nem esik egybe a naptári évvel, azonban a költségvetési év itt is teljes évet fog át, például Nagy-Britanniában a költségvetési év április 1-jével, az Amerikai Egyesült Államokban, pedig október 1-jével indul. Számos európai országban – például Ausztria, Németország, Franciaország, Finnország, Norvégia – készítenek hosszabb távú – 3-5 évre kitekintő – költségvetési terveket. Az Európai Unió költségvetése hét éves időszakot jelent. Magyarországon 2000 decemberében fogadtak el két évre szóló költségvetési törvényt: 2000. évi CXXXIII. törvény a Magyar Köztársaság 2001. és 2002. évi költségvetéséről

<b>Tervezési és elszámolási elvek</b>	
<b>éves költségvetés</b>	a költségvetés egy (vagy több) évre készül, de mindig teljes évre készül
<b>teljesség</b>	a költségvetésről szóló jogszabályban valamennyi kiadási és bevételi előirányzatot bele kell foglalni; az államháztartás alrendszereiben minden pénzmozgásról teljes egészében el kell számolni
<b>valódiság</b>	az egyes kiadási/bevételi előirányzatoknak a tényleges helyzetről kell képet adniuk
<b>egységesség</b>	valamennyi költségvetési műveletet egyetlen jogszabályba (költségvetési törvény, önkormányzati költségvetési rendelet) kell foglalni
<b>részletezettség</b>	előirányzatokat részletesen kell megtervezni, előterjeszteni, elfogadni
<b>globális fedezet / univerzialitás</b>	minden bevétele összességében a költségvetés minden kiadásának pénzügyi fedezetét szolgálja, egyes bevételi és kiadási tételek nem feleltethetők meg egymásnak
<b>bruttó elszámolás</b>	költségvetési bevételeket/kiadásokat teljes összegükben, beszámítás nélkül kell szerepeltetni
<b>bizonylatok, számviteli meg-alapozottság</b>	csak azokat a gazdasági műveleteket (kiadásokat, bevételeket, vagyonváltozásokat) lehet elszámolni, amely számviteli bizonylattal (átutalási megbízás, pénztárbizonylat, számla) alátámasztható
<b>programozás</b>	a hosszú távú kötelezettségvállalások éves költségvetésen túli tételeit is éves bontás szerint kell elkészíteni az uniós támogatások felhasználásához és más hazai projektekhez kapcsolódóan
<b>EU források elkülönített kezelése</b>	az európai uniós transfereket a nemzeti költségvetés keretein belül külön kell számszerűsíteni
<b>Felhasználási elvek</b>	
<b>előirányzatokkal való gazdálkodás</b>	a bevételi előirányzatok teljesítésnek kötelezettsége, és a kiadások előirányzati felhasználásának jogosultsága
<b>felhasználási kö-töttség</b>	előre meghatározott célhoz való kötöttség és a felhasználással kapcsolatos számadási kötelezettség
<b>közbeszerzési kö-telezettség</b>	az államháztartás alrendszereihez tartozó minden szervezet köteles az árubeszerzési, az építési-beruházási, illetve a szolgáltatás-megrendelési célra előirányzott kifizetéseket a közbeszerzési törvény szerint közbeszerzés alkalmazásához kötni
<b>állami támogatá-sok korlátozása</b>	nem lehet a költségvetés terhére olyan kiadást megállapítani vállalkozás, tevékenység részére, amely torzíja a versenyt vagy azzal fenyeget

Forrás: saját összeállítás

Egy költségvetési ciklus a gyakorlatban valójában három évet érint: a tervezés és döntés éve; a végrehajtás, azaz a költségvetés éve; és az ellenőrzés, zárszámadás éve.

### A költségvetési ciklus

Szakasz	Időbeli elhelyezés		Főbb felelősök	Feladatok
<b>Döntés-előkészítés</b>	A költségvetési évet megelőző év	április – szeptember	Fejezeti irányító szerv, államháztartásért felelős miniszter, Kormány	költségvetési egyenleg cél, tervezés, törvényjavaslat
<b>Döntés</b>		október – december	Állami Számvevőszék, Költségvetési Tanács, Országgyűlés, Bizottságok	a költségvetési törvény megvitatása és elfogadás
<b>Végrehajtás</b>	A költségvetési év		Kormány, fejezeti irányító szerv, költségvetési szervek	elemi költségvetések készítése, előirányzatok teljesítése
<b>Ellenőrzés</b>	Költségvetési évet követő év		Kormány, Állami Számvevőszék, Országgyűlés	zárszámadási törvény előkészítése, elfogadása

Forrás: saját összeállítás

A költségvetési évet megelőző évben tervezik és fogadják el a következőévre vonatkozó költségvetést. A tervezési időszakban az államháztartásért felelős miniszter a költségvetési előrejelzést az azt alátámasztó módszerekkel, feltevésekkel és vonatkozó paraméterekkel együtt április 30-áig és október 31-éig készíti el, és teszi közzé a minisztérium honlapján. Június 30-áig kidolgozza és közzéteszi a központi költségvetési tervezés részletes ütemtervét, kereteit, tartalmi követelményeit, így különösen a tervezés során érvényesítendő számszerű és szabályozási követelményeket, a tervezéshez használt dokumentumokat, módszertani elveket, feltevéseket és paramétereket, továbbá az előírt adatszolgáltatások teljesítésének módját. A Kormány a központi költségvetésről szóló törvényjavaslatot egyeztetni a Költségvetési Tanáccsal, ugyanis a törvény elfogadásához a Tanács előzetes hozzájárulása szükséges (erős vétőjog). A Kormány október 15-éig az Országgyűlés elé terjeszti a következő év költségvetési törvényjavaslatát. Az Országgyűlés legkésőbb december 31-éig elfogadja a következő költségvetési évre vonatkozó törvényt. Ha a központi költségvetésről szóló törvényt az Országgyűlés a naptári év kezdetéig nem fogadta el, akkor az átmeneti gazdálkodás szabályai szerint, a Kormány jogosult a jogszabályok szerinti bevételeket beszedni és

az előző naptári év kiadási előirányzatok keretei között a kiadásokat időarányosan teljesíteni.<sup>69</sup> A központi költségvetésről szóló törvény elfogadásával az Országgyűlés felhatalmazza (**appropriáció**) a Kormányt az abban meghatározott bevételek beszedésére és kiadások teljesítésére.<sup>70</sup> Fontos megjegyezni, hogy az appropriáció nem általános felhatalmazást jelent, hanem meghatározott célra rendelést (ráfordítás, felhasználás), amelyet az előirányzat elnevezés fejez ki. Tehát a bevételeket is az előírt összegekben kell beszedni, és a kiadásokat is e keretek között kell kifizetni.

A költségvetés végrehajtásának éve megegyezik a költségvetés naptári évével. A költségvetési kiadások - a központi költségvetés előirányzat-módosítási kötelezettség nélkül túlteljesíthető költségvetési kiadásai kivételével - a költségvetésben megállapított (eredeti előirányzat) vagy az év közben módosított költségvetési kiadási előirányzatok mértékéig teljesíthetők. A költségvetési bevételek a költségvetési bevételi előirányzatokon felül is teljesíthetők.

A költségvetést követő évben kerül sor az ellenőrzésre. A Kormány a zárszámadról szóló törvényjavaslatot a költségvetési évet követő év szeptember 30-áig az Országgyűlés elé terjeszti. A fiskális politikát, a közpénz(ügy)eket kontrolláló, „auditáló” intézmény – 1870 óta – az Állami Számvevőszék, amely az Országgyűlés pénzügyi és gazdasági ellenőrző szerve. Törvényben meghatározott feladatkörében törvényességi, célszerűségi és eredményességi szempontok szerint ellenőrzi a központi költségvetés végrehajtását, az államháztartás gazdálkodását, az államháztartásból származó források felhasználását és a nemzeti vagyton kezelését. Az elnök<sup>71</sup> az ÁSZ tevékenységéről évente beszámol az Országgyűlésnek.

A tervezés jellegéből adódóan a költségvetés előirányzatokon alapul. A költségvetési évben teljesülő költségvetési bevételek előirányzott összegét és költségvetési kiadások előirányzott összegét az államháztartás központi alrendszere esetében a központi költségvetésről szóló törvény, az államháztartás önkormányzati alrendszere esetében a költségvetési rendelet, határozat állapítja meg. A helyi önkormányzat bevételeit és kiadásait a helyi önkormányzat költségvetése tartalmazza. A tervezési, gazdálkodási, ellenőrzési,

---

<sup>69</sup> Magyarország Alaptörvénye 3. cikk A köztársasági elnök a választások egyidejű kitűzésével feloszlathatja az Országgyűlést, ha az Országgyűlés az adott évre vonatkozó központi költségvetést március 31-ig nem fogadja el.

<sup>70</sup> Magyarország Alaptörvénye 36. cikk

<sup>71</sup> Az elnököt az Országgyűlés az országgyűlési képviselők kétharmadának szavazatával tizenkét évre választja meg.

finanszírozási, adatszolgáltatási és beszámolási feladatok ellátásáról az önkormányzati hivatal gondoskodik. A központi költségvetésről szóló törvényben a költségvetési bevételi előirányzatok és a költségvetési kiadási előirányzatok a következők szerint jelennek meg:

<b>központi kezelésű előirányzat</b>	az állam nevében beszedendő költségvetési bevételek és teljesítendő költségvetési kiadások elszámolására szolgálnak;
<b>fejezeti kezelésű előirányzat</b>	a fejezetet irányító szerv sajátos szakmai, ágazati feladatai ellátása vagy az államnak a fejezethez tartozó költségvetési szervek tevékenységével kapcsolatban felmerülő, illetve szakmailag ahhoz kapcsolódó sajátos kötelezettségei teljesítése során felmerülő költségvetési bevételek és költségvetési kiadások elszámolására szolgálnak;
<b>társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak előirányzatai</b>	a társadalombiztosítás rendszerének működtetése során az állam nevében beszedendő költségvetési bevételek és teljesítendő költségvetési kiadások elszámolására szolgálnak (Nyugdíjbiztosítási Alap, Egészségbiztosítási Alap);
<b>elkülönített állami pénzalapok előirányzata</b>	a közfeladatok ellátása során az állam nevében beszedendő költségvetési bevételek és teljesítendő költségvetési kiadások alapszerű elszámolására szolgálnak (Nemzeti Földalap, Nemzeti Foglalkoztatási Alap, Bethlen Gábor Alap, Központi Nukleáris Pénzügyi Alap, Nemzeti Kulturális Alap, Kutatási és Technológiai Innovációs Alap);
<b>az államháztartás központi alrendszerébe tartozó költségvetési szervek előirányzatai</b>	a költségvetési szervek vagy a fejezeti kezelésű előirányzatok bevételi előirányzatai és kiadási előirányzatai tartalmazzák.

A központi költségvetésről szóló törvény szerkezetében a költségvetési bevételeket és költségvetési kiadásokat fejezetekbe tagolva állapítják meg. A fejezetek címekre, alcímekre, jogcímcsoportokra, jogcímekre tagozódnak. A fejezetek fejezetrendet, a címek pedig címrendet képeznek. A költségvetési szervek a fejezeteken belül címet alkotnak. Ezeken belül helyezkednek el az előirányzatok.



## A költségvetési törvény felépítése

<b>Fejezetek</b> (fejezetrend)	Szervezeti fejezetek (államhatalmi szervek, minisztériumok, országos hatáskörű szervek, köztestületek) Funkcionális fejezetek (például a helyi önkormányzatok támogatásai, vagyon fejezet)
<b>Címek, alcímek</b> (címrend)	Szervezeti címek (egy-egy költségvetési szerv, további bontásaként esetenként alcím) Funkcionális címek (további bontásuk: alcím, azon belül jogcímcsoportok, esetenként további tagolásként jogcímek)
<b>Előírányzat-csoportok</b>	Működési költségvetés, Felhalmozási költségvetés
<b>Kiemelt előírányzatok</b>	Működési költségvetésen belül (személyi juttatások, dologi kiadások, munkaadókat terhelő járulékok, szociális hozzájárulási adó) Felhalmozási költségvetésen belül (felújítások, beruházások)

Forrás: saját összeállítás

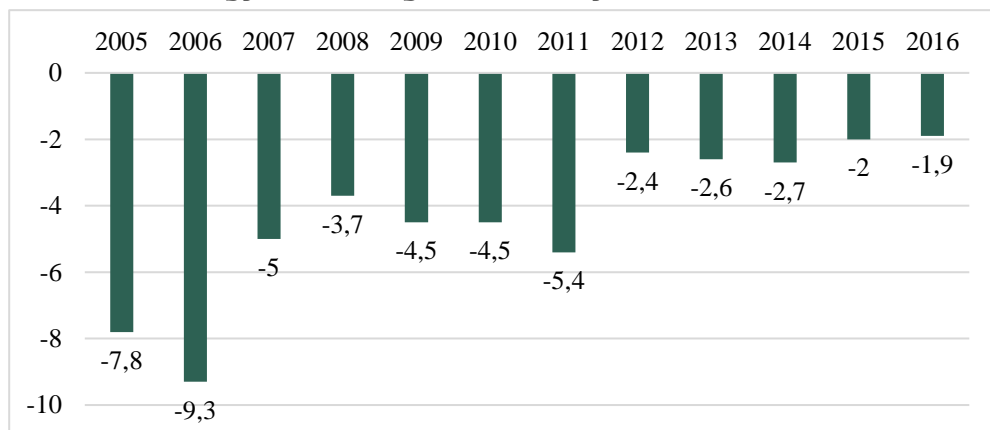
A költségvetés egyenlege a költségvetési bevételek és kiadások különbözete a költségvetési többlet (szufficit) vagy a költségvetési hiány (deficit), amelynek felhasználása vagy finanszírozása szintén a közbevételeken és közkiadásokon keresztül valósul meg.<sup>72</sup> Az elsődleges egyenleg a kamatterhek nélküli kiadások, a kamat- hitel- és privatizációs bevételek nélküli, ún. elsődleges bevételek különbsége. A kiadások között nem szerepelnek a finanszírozással kapcsolatos tételek, tehát az adósságszolgálati kamatkiadások, a jegybankkal kapcsolatos elszámolások. Lényegében azt mutatja meg, hogy mennyi lenne a hiány, ha nem lenne államadósság. Erre az egyenlegre van legközvetlenebb hatása a fiskális (költségvetési) politikának, tehát ez az az egyenleg, amit az aggregált keresletre történő hatással megváltoztatható. A költségvetési egyenleg az elsődleges egyenleg és a kamategyenleg összege.

Az államháztartás központi alrendszerében a költségvetési többlet felhasználásáról, a költségvetési hiány finanszírozásáról és az államadósság kezeléséről az államháztartásért felelős miniszter gondoskodik. Az államháztartás önkormányzati alrendszerében a költségvetési többlet felhasználásáról, a költségvetési hiány finanszírozásáról a finanszírozási bevételek előirányzott össz-

<sup>72</sup> OECD (2015): The State of Public Finances 2015. OECD, 27. o.

szegének és a finanszírozási kiadások előirányzott összegének megállapításával a költségvetési rendelet, határozat rendelkezik. A szufficites költségvetésre törekvés nem lehet tartós cél, mert a közbevételek a közfeladatok ellátást szolgálják, az államnak azt mindenképp a társadalom közjávára kell fordítania. Az állam ugyanis nem önmagában, a maga számára nem halmoz fel megtakarítást. Sajátos jelenség, hogy a legtöbb állam költségvetése szinte minden évben deficitese, holott a cél a bevételek és kiadások közötti egyensúly megteremtése. Fontos megjegyezni, hogy az éves költségvetési egyenlegben összegződik az államadósság alakulása.

### A magyar költségvetési hiány a GDP %-ában



Forrás: saját összeállítás az Eurostat (2018): General government deficit (-) and surplus (+) - annual data alapján

Az Európai Unióban, a Stabilitási és Növekedési Paktum szerint alapkövetelmény, hogy a tagállamok kerüljék a túlzott költségvetési hiányt.<sup>73</sup> Az uniós módszertan (European System of Accounts, ESA) szerint a költségvetési hiány a központi kormányzatnál, a helyi önkormányzatoknál, valamint a társadalombiztosítási alapoknál felmerülő nettó hitelfelvétel. A maastrichti kritériumok rendszerében a hiánynak a bruttó hazai termékhez viszonyított aránya nem haladhatja meg a 3 %-ot.<sup>74</sup> Mindaddig, amíg egy tagállam nem tesz elég a túlzott költségvetési hiányának mérséklésére, a Tanács a következő intézkedések közül egynek vagy többnek az alkalmazásáról vagy adott esetben

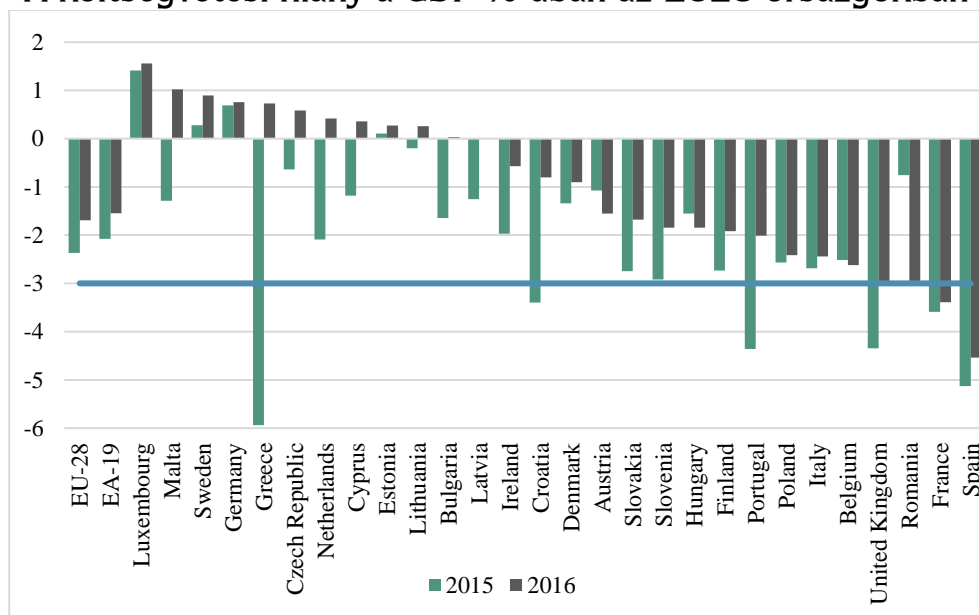
<sup>73</sup> Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata 126. Cikk

<sup>74</sup> (12.) Jegyzőkönyv a túlzott hiány esetén követendő eljárásról

megszigorításáról dönthet (túlzott-hiány eljárás, túlzott-deficit eljárás, **excessive deficit procedure**, EDP):

- megköveteli, hogy az érintett tagállam a kötvények és értékpapírok kibocsátását megelőzően a Tanács által meghatározandó további adatokat hozzon nyilvánosságra;
- felkéri az Európai Beruházási Bankot, hogy vizsgálja felül hitelezési politikáját az érintett tagállam vonatkozásában;
- megköveteli, hogy az érintett tagállam megfelelő mértékű, nem kamatozó letétet helyezzen el az Uniónál mindaddig, amíg a Tanács megítélése szerint nem történt meg a túlzott hiány kiigazítása;
- megfelelő mértékű pénzbírságokat szab ki.

### A költségvetési hiány a GDP %-ában az EU28 országokban



Forrás: Eurostat (2018): Kormányzati pénzügyi statisztika

A pénzügyi válságot követően, 2010–11 között, egy 12 hónapos időszak során még 24 tagállammal szemben folyt túlzott-hiány eljárás. Az EU-28 vonatkozásában a költségvetési hiány GDP-hez viszonyított aránya a 2015-ös 2,4%-ról 2016-ra 1,7%-ra, az EA-19-ben pedig 2,1%-ról 1,5%-ra csökkent. A GDP-arányos államháztartási egyenleg 2016-ban 24 uniós tagállamban javult 2015-höz képest: a legnagyobb javulást az egyenlegben Görögország (a GDP 6,7 százalékpontja), Horvátország, Hollandia, valamint Málta és Portugália érte el. 2016-ban tíz uniós tagállam költségvetése mutatott többletet. Emellett további 14 uniós tagállam – köztük Magyarország

– költségvetési hiánya is a GDP 3,0%-ával egyezett meg vagy ez alatt maradt 2016-ban. A Cseh Köztársaság, Görögország, Ciprus, Litvánia, Málta és Hollandia a 2015-ös költségvetési hiányhoz képest 2016-ban többletet ért el. Németország, Észtország, Luxemburg és Svédország magasabb többletet könyvelhetett el 2016-ban, mint 2015-ben. Bulgária és Lettország 2015-ben még költségvetési hiánnyal rendelkezett, ám 2016-ban már kiegyensúlyozott volt a költségvetése. Belgium, Magyarország, Ausztria és Románia nagyobb költségvetési hiányt könyvelt el 2016-ban, mint 2015-ben. A Tanács 2017-ben több tagállammal (Egyesült Királyság, Görögország, Portugália) szemben is lezárta a túlzotthiány-eljárást, mivel mindegyik 3 % alá csökkentette a költségvetési hiányt. 2018-ban a 28 uniós tagállamból már csak kettővel (Franciaország és Spanyolország) szemben áll fenn túlzott-hiány eljárás.

### Költségvetési hiány és túlzott-deficit eljárás Magyarország

Magyarországon az ESA-hiány 2011-et követően jelentősen csökkent, így azt követően a 3 %-os küszöbérték alatt alakult a deficit. A csökkenő hiánypályát az elsődleges egyenleg javulása, azon belül a kiadások 2010-től bekövetkezett tartós mérséklődése alapozta meg. A reformok közé tartozott a fogyasztási adóteher megemelése (27 %-os áfa, és magasabb jövedéki adó) a szektorális különadók, a kormányzati kiadások csökkentése, valamint egyszeri intézkedésként a nyugdíjrendszer átalakítása. A hiány mérséklődését egyaránt támogatta az elsődleges egyenleg többletének kialakulása 2012-től, majd a nettó kamatkidadások markáns csökkenése. Az elsődleges egyenleg 2012 előtt utoljára több mint egy évtizeddel korábban, 2000-ben mutatott többletet. Az intézkedések hatására 2013-ban az Unió (az uniós pénzügyminiszterek tanácsa, Ecofin) megszüntette Magyarországgal szemben a túlzott-hiány eljárást (Lettországgal, Litvániával, Olaszországgal és Romániával együtt). Magyarország volt az egyetlen tagállam, mellyel szemben a csatlakozás évétől kezdve folyamatosan, egészen 2013-ig fennállt az EDP.

## 5.2. A közfeladatok és a kiadások, bevételek rendszere

A költségvetés célja a közfeladatok ellátása, amely érdekében az államháztartás három alapvető funkciócsoporttal rendelkezik. A hagyományos, azaz **tradicionális funkciók** az állam alapvető működésével függnek össze, így idetartoznak jogalkotási feladatok, a jogalkalmazási feladatok (bíróságok, állami szervek és a közigazgatás működtetése), az állami szuverenitás biztosítása (honvédelem, határvédelem), valamint a belső rend és a közbiztonság fenntartása (nemzetbiztonsági feladatok ellátása, bűnözés elleni tevékenység, rendészeti tevékenységek). A **szociális funkciók** a jóléti kiadásokat jelentik, a 19. század második felétől (lásd 1851. évi angol szegényügyi törvény – Poor Law Act, vagy az 1891-ben kiadott Rerum novarum kezdetű pápai enciklika) egyre nagyobb a szerepük. Idesorolható a szociális ellátó

rendszer működtetése (szociális otthonok, pénzbeli segélyezési formák, természetbeni juttatások, hajléktalanokról való gondoskodás), az egészségügyi ellátó rendszer és a társadalombiztosítás (nyugdíjrendszer és egészségbiztosítási rendszer), a közoktatás (óvodai ellátás, alapfokú és középfokú közoktatás, szakképzés, felsőoktatás), a gyermek- és ifjúságvédelem (nevelési segélyek, gyámhatósági eszközök, ifjúságpolitika), valamint a munkanélküliség kezelése (segélyezés, passzív és aktív foglalkoztatáspolitikai). A **gazdaságpolitikai funkció** az államháztartás közvetett gazdasági hatásához kötődik, mivel a bevételek és a kiadások meghatározása következtében az állam alkalmas és képes a gazdaság egészének befolyásolására: gazdasági növekedés támogatása; területi gazdasági egyenlőtlenségek csökkentése, a konjunkturális ingadozások, a recesszió és válságok kezelése; a központi kínálat vagy kereslet meghatározása.

A közgazdaság egyik alapvető kérdése a szűkösség kezelése, mivel a közbevételek is korlátozottak, ezért a kiadások tervezésekor – a hatékony allokáció és az igazságos redistribúció érdekében<sup>75</sup> – az egyes közcéllok, közfeladatok versengenek egymással. Elméletileg elképzelhető egy olyan **Pareto-optimum** helyzet, amikor a teherviselés, de különösen az elosztás is egy olyan hatékony állapotba kerül, amelyben egyik szereplő sem növelheti hasznosságát anélkül, hogy másvalakié ne csökkenne.<sup>76</sup> Azonban ehelyett a mindenkori politika értékrendje dönti el, hogy melyek élveznek nagyobb prioritást a többivel szemben. Az elosztás azért is különösen nehéz, mert valamennyi közfeladatot – legalább minimális színvonalon, de – el kell látni.

A **Samuelson-elv** szerint a közjavak marginális társadalmi haszna, amely az egyes szereplők marginális hasznának összege, egyenlő a közjavak határköltségével.<sup>77</sup> Az egyenlőség alapján a bevételek és a kiadások esetében fontos szempont az osztó vagy kiegyenlítő igazságosság.<sup>78</sup> A disztributív vagy **osztó társadalmi igazság** esetében mindenki egyenlő vagy azonos mértékben, arányban viseli a közterheket (áfa, autópálya díj), vagy mindenki azonos mértékben részesül a közjavakból. Míg a korrektív vagy kiigazító, **kiegyenlítő társadalmi igazság** célja az anyagi egyenlőtlenségek bizonyos csökken-

---

<sup>75</sup> Tresch, Richard W. (2015): Public Finance – A Normative Theory 9. o

<sup>76</sup> Bővebben is Cirillo, R. (1979): The Economics of Vilfredo Pareto. Franck Cass and Company Limited

<sup>77</sup> Samuelson, P. A. (1954): The pure theory of public expenditure. Review of Economics and Statistics, 36, 387–389

<sup>78</sup> Arisztotelész: Nikomakhoszi Etika. (fordította: Szabó Miklós); Európa Kiadó, 1997. 1130 a 4- 1131 a 9.

tése, azaz a gazdaságilag gyengébbek, nem gyengeségük vagy helyzetük arányában, hanem még kisebb mértékben járulnak hozzá a közbevételekhez, vagy még inkább részesül a jóléti közszolgáltatásokból (például nagycsaládok). A kiegyenlítés leggyakoribb eszközei: a kedvezmények, támogatások, mentességek vagy a degresszív, progresszív kulcsok alkalmazása.

A jogállamban valamennyi közfeladat jogszabályban meghatározott állami vagy önkormányzati feladat. A közfeladatok ellátása költségvetési szervek alapításával és működtetésével, vagy az azok ellátásához szükséges pénzügyi fedezet törvényben meghatározott eszközökkel, részben vagy egészben történő biztosításával valósul meg gazdasági társaságokon vagy más szervezeteken keresztül. A közfeladatok ellátásában tehát államháztartáson kívüli szervezet jogszabályban meghatározott rendben közreműködhet. A közfeladatot meghatározó jogszabályban meg kell határozni a közfeladat ellátásának módját és egyidejűleg rendelkezni kell az annak ellátásához szükséges pénzügyi fedezet biztosításáról. Új közfeladat kizárólag az annak ellátásához megfelelő pénzügyi fedezet rendelkezésre állása esetén írható elő vagy vállalható. Ha a pénzügyi fedezet már nem áll rendelkezésre, intézkedni kell a pénzügyi fedezet biztosításáról vagy a közfeladat megszüntetéséről. Jelentősége miatt továbbá külön említhető az államadósság kezelése, az ún. adósságszolgálat.

## A bevételek és kiadások rendszere

Működési bevételek	Működési kiadások
<p>a) <b>működési célú támogatások államháztartáson belülről:</b> az államháztartáson belülről működési célból kapott támogatások és más ellenérték nélküli bevételek,</p> <p>b) <b>közhatalmi bevételek:</b> az adók, illetékek, járulékok, hozzájárulások, bírságok, díjak és más fizetési kötelezettségek,</p> <p>c) <b>működési bevételek:</b> a készletek és szolgáltatások értékesítésekor kapott ellenérték, a tulajdonosi bevételek, a kapott kamatok és más hasonló, a működés során keletkező bevételek,</p> <p>d) <b>működési célú átvett pénzeszközök:</b> az államháztartáson kívüli</p>	<p>a) <b>személyi juttatások:</b> a foglalkoztatottnak kifizetett illetmény, munkabér és más juttatások, valamint a nem foglalkoztatottnak juttatott más jövedelmek megfizetése,</p> <p>b) <b>munkaadókat terhelő járulékok és szociális hozzájárulási adó,</b> amelyet a kifizetést teljesítő megfizetni köteles,</p> <p>c) <b>dologi kiadások:</b> készletek és szolgáltatások vásárlása, más befizetési kötelezettségek teljesítése, kamatfizetés és más, a működés során keletkező kiadások teljesítése</p> <p>d) <b>ellátottak pénzbeli juttatásai:</b> a társadalom-biztosítási ellátások, családi támogatások és a betegséggel, lakhatással vagy más okból megfizetett ellátási típusú kifizetések</p>

ről működési célból kapott támogatások és más ellenérték nélküli bevételek	e) <b>egyéb működési célú kiadások:</b> a nemzetközi kötelezettségek teljesítése, az államháztartáson belülről vagy kívülről működési célból adott támogatások és más ellenérték nélküli kifizetések, valamint a más kiemelt előirányzatban nem szerepeltethető működési jellegű kiadások
Felhalmozási bevételek	Felhalmozási kiadások
<p>a) <b>felhalmozási célú támogatások államháztartáson belülről:</b> az államháztartáson belülről felhalmozási célból kapott támogatások és más ellenérték nélküli bevételek,</p> <p>b) <b>felhalmozási bevételek:</b> az immateriális javak, tárgyi eszközök értékesítésekor kapott ellenérték, valamint a részesedések értékesítésekor, megszűnésekor kapott bevételek,</p> <p>c) <b>felhalmozási célú átvett pénzeszközök:</b> az államháztartáson kívülről felhalmozási célból kapott támogatások és más ellenérték nélküli bevételek.</p>	<p>a) <b>beruházások:</b> az ingatlanok, tárgyi eszközök és más tartósan használt eszközök megszerzése, részesedések megszerzéséhez vagy növeléséhez kapcsolódó kiadások teljesítése,</p> <p>b) <b>felújítások:</b> a tartósan használt eszközök felújításának kiadásai,</p> <p>c) <b>egyéb felhalmozási célú kiadások:</b> az államháztartáson belülről vagy kívülről felhalmozási célból adott támogatások és más ellenérték nélküli kifizetések.</p>
Finanszírozási bevételek és kiadások	
<p>a) <b>az államháztartás mindkét alrendszerében:</b> az adósságot keletkeztető ügyletből és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból származó bevételek és kiadások; a szabad pénzeszközök betétként való elhelyezése és visszavonása; a költségvetési maradvány és a vállalkozási maradvány; a költségvetési szerv, fejezeti kezelésű előirányzat bevételeinek és kiadásának különbségeként az államháztartás központi alrendszerében központi támogatásként, az államháztartás önkormányzati alrendszerében irányító szervi támogatásként folyósított támogatás kiutalása és fizetési számlán történő jóváírása,</p> <p>b) <b>kizárólag az államháztartás központi alrendszerében:</b> a Magyar Nemzeti Bank deviza-árfolyamváltozásból és az értékpapírok értékesítéséből származó realizált eredményének elszámolása; a Magyar Fejlesztési Bank árfolyamfejedet-megállapodási elszámolások; az állam nevében a többségi állami tulajdonú cégnek nyújtott tulajdonosi kölcsön és annak visszatérülése; a Kincstári Egységes Számla terhére történt megelőlegezések és azok visszatérítése.</p>	

Forrás: saját összeállítás

## A közbevételek rendszere

Közbevételek	Folyó bevételek		
	Magánjogi bevételek	Közhatalmi bevételek	<b>Adók és adójellegű bevételek</b> <ul style="list-style-type: none"><li>•jövedelmet terhelő adók (szja, társasági adó)</li><li>•forgalmat terhelő (közvetett) adók (áfa, jövedéki adó)</li><li>•társadalombiztosítási járulékok és hozzájárulások</li><li>•vámok</li><li>•vagyon típusú adók</li><li>•egyes illetékfajták, bírságok és pótlékok</li></ul>
		Nem adó-jellegű bevételek	<ul style="list-style-type: none"><li>•díjbevételek (igazgatási szolgáltatási díj, eljárási illeték)</li><li>•tőke utáni jövedelmek (kamatbevételek, állami vagyon utáni osztalék)</li></ul>
		Egyéb folyó bevételek	
	<b>Tőkebevételek:</b> vagyontárgyak és föld eladásából származó bevételek		
<b>Privatizációs bevételek:</b> az állami tulajdonú vállalkozások értékesítéséből			

Forrás: saját összeállítás

A tervezés, gazdálkodás, beszámolás során a bevételi előirányzatokat és a kiadási előirányzatokat azok gazdasági jellege szerinti közzgazdasági és felmerülési helyük szerinti adminisztratív, a bevételeket és kiadásokat közzgazdasági, adminisztratív és a kormányzati funkciók szerinti funkcionális osztályozás szerint kell nyilvántartani és bemutatni. Az Európai Unió költségvetéséből közvetlenül kapott támogatás összegét a felhasználás időpontjában lehet költségvetési bevételeként elszámolni. A megfelelő rugalmasság érdekében a központi költségvetésről szóló törvényben **rendkívüli kormányzati intézkedésekre szolgáló tartalékot** kell képezni az év közben meghozott kormányzati döntésekből következő feladatok finanszírozására és az előirányzott, de elháríthatatlan ok miatt elmaradó költségvetési bevételek pótlására,<sup>79</sup> a központi költségvetés kiadási főösszegének 0,5 % és 2 %-a közötti mértékben. A céltartalék évközi kormányzati intézkedés fedezetéről szolgál, meghatározva egyidejűleg a rendeltetését, azonban a költségvetési kiadási

<sup>79</sup> Di Francesco – Alford (2016): Balancing Control and Flexibility in Public Budgeting - A New Role for Rule Variability. Palgrave Macmillan, 17. o.



előirányzat felhasználásának fejezet, cím, alcím szerinti megoszlása a központi költségvetésről szóló törvény elfogadásakor még nem ismert. Fejezeti stabilitási tartalékot kell képezni a központi költségvetésről szóló törvényben nem szerepeltetett új feladatok, valamint az abban szerepeltetett feladatok bővítése előirányzati fedezetének biztosítására.

A közkiadások és -bevételek rendszerezése az Európai Unióban az ún. **COFOG** (Classification of the Functions of Government) felosztás alapján történik. Magyarországon ezt a 68/2013. (XII. 29.) NGM rendelet a kormányzati funkciók, államháztartási szakfeladatok és szakágazatok osztályozási rendjéről tartalmazza. Az államháztartás szervezetei a költségvetési számvitelben a bevételeket és kiadásokat azokon a kormányzati funkciókon elszámolják el, amelyek érdekében azok felmerültek. A nomenklatúra részletesen tíz pontban csoportosítja a funkciókat, további technikai funkciókoddal kiegészítve azokat.

### A kormányzati funkciók rendje

<b>1. Általános köz-szolgáltatások</b>	0111 Államhatalmi, törvényhozó és végrehajtó szervezetek 0112 Pénzügyi és költségvetési tevékenységek, adózási ügyek 0113 Külügyek 0121 Gazdasági segítség nyújtása fejlődő és átmeneti gazdaságú országoknak 0122 Gazdasági segítség nyújtása nemzetközi szervezeteken keresztül 0131 Általános személyzeti szolgáltatások 0132 Átfogó tervezési és statisztikai szolgáltatások 0133 Egyéb általános szolgáltatások 0140 Alap kutatás 0150 Általános közszolgáltatásokhoz kapcsolódó K+F 0160 Egyéb általános közszolgáltatások 0170 Államadóssággal kapcsolatos tranzakciók 0180 Általános jellegű transzferek a kormányzat különböző szintjei között
<b>2. Védelem</b>	0210 Katonai védelem 0220 Polgári honvédelem 0230 Külföldi katonai segély 0240 Védelemhez kapcsolódó K+F 0250 Egyéb védelmi ügyek
<b>3. Közrend és közbiztonság</b>	0310 Rendészeti tevékenységek 0320 Tűz- és katasztrófavédelemmel kapcsolatos tevékenységek 0330 Igazságszolgáltatás 0340 Büntetés-végrehajtási tevékenységek 0350 Közrendhez és közbiztonsághoz kapcsolódó K+F 0360 Egyéb
<b>4. Gazdasági ügyek</b>	0411 Általános gazdasági és kereskedelmi ügyek 0412 Általános munkaügyek 0421 Mezőgazdaság 0422 Erdőgazdálkodás 0423 Halászat és vadászat 0431 Szén- és egyéb szilárd ásványi fűtőanyagipar 0432 Kőolaj- és gázipar 0433 Nukleáris fűtőanyagipar 0434 Egyéb tüzelőanyagipar 0435 Villamosenergia-ipar 0436 Egyéb energiaipar 0441 Ásványi anyag bányászat 0442 Feldolgozóipar 0443 Építésügy, építőipar 0451 Közúti közlekedés 0452 Vízi közlekedés 0453 Vasúti közlekedés 0454 Légi szállítás 0455 Csővezeték és egyéb szállítás 0460 Hírközlés 0471 Elosztó kereskedelem, tárolás, raktározás 0472 Szállodák és éttermek 0473 Turizmus 0474 Többcélú fejlesztési projektek 0480 Gazdasági ügyekhez kapcsolódó K+F 0490 Egyéb

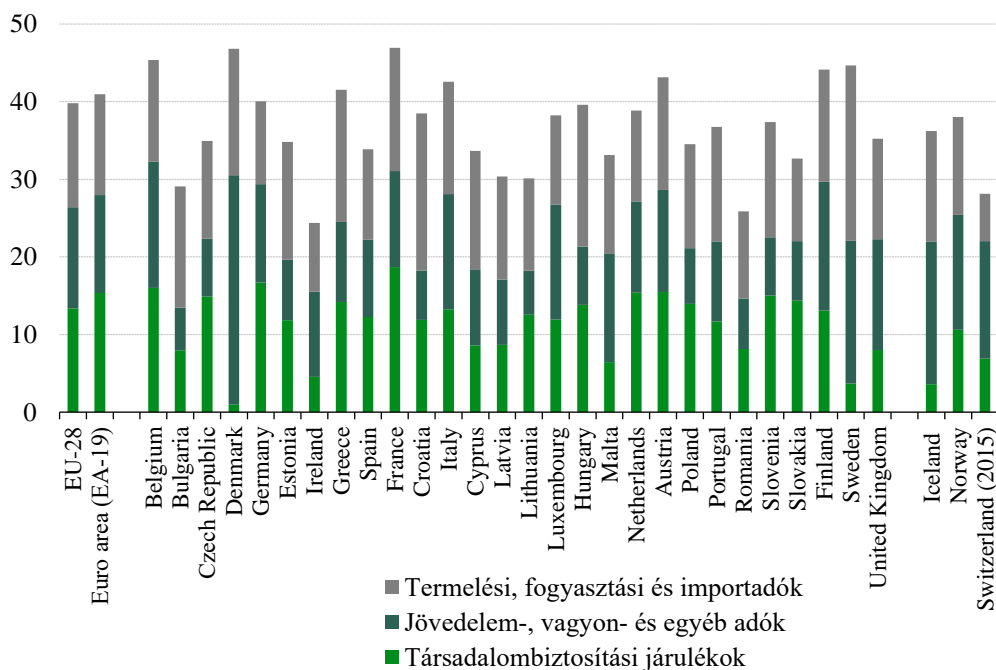
<b>5. Környezet-védelem</b>	0510 Hulladékgazdálkodás 0520 Szennyvízelvezetés és –tisztítás 0530 Környezetszennyezés csökkentése 0540 Természet- és tájvédelem 0550 Környezetvédelmi K+F 0560 Egyéb környezetvédelem
<b>6. Lakásépítés és létesítmények</b>	0610 Lakásépítés 0620 Településfejlesztés 0630 Vízellátás 0640 Közvilágítás 0650 Lakás- és közműellátással, településfejlesztéssel kapcsolatos K+F 0660 Egyéb kommunális feladatok
<b>7. Egészségügy</b>	0711 Gyógyszeripari termékek 0712 Egyéb gyógyászati termékek 0713 Gyógyászati segédeszközök 0721 Általános orvosi szolgáltatások 0722 Szakosított orvosi szolgáltatások 0723 Fogorvosi szolgáltatások 0724 Paramedikális szolgáltatások 0731 Általános kórházi szolgáltatások 0732 Szakosított kórházi szolgáltatások 0733 Gyógyászati központok és szülőotthonok szolgáltatásai 0734 Bentlakásos egészségügyi ápolási szolgáltatások 0740 Közegészségügyi szolgáltatások 0750 Egészségügyi K+F 0760 Egyéb egészségügy
<b>8. Szabadidő, sport, kultúra és vallás</b>	0810 Szabadidős és sportszolgáltatások 0820 Kulturális szolgáltatások 0830 Műsorszolgáltatási és kiadói szolgáltatások 0840 Vallási és egyéb közösségi szolgáltatások 0850 Szabadidős tevékenységekhez, kultúrához és valláshoz kapcsolódó K+F 0860 Egyéb szabadidő, kultúra és vallás
<b>9. Oktatás</b>	0911 Óvodai nevelés 0912 Iskolai nevelés, oktatás az 1-4. évfolyamon 0921 Iskolai nevelés, oktatás az 5-8. évfolyamokon 0922 Középfokú nevelés, oktatás 0930 Középiskolát követő nem felsőfokú oktatás 0941 Felsőszintű képzés 0942 Felsőfokú oktatás 0950 Szint alapján nem meghatározható oktatási szolgáltatások 0960 Oktatást kiegészítő szolgáltatások 0970 Oktatáshoz kapcsolódó K+F 0980 Máshová be nem sorolt oktatás
<b>10. Szociális védelem</b>	1011 Betegség 1012 Fogyatékoság 1020 Időskor, demens betegek 1030 Túlélő hozzátartozók 1040 Család és gyermekek 1050 Munkanélküliség 1060 Lakhatás 1070 Egyéb szociális kirekesztettség 1080 Szociális védelemhez kapcsolódó K+F 1090 Egyéb
<b>90. Technikai funkciókódok</b>	9000 Technikai funkciókódok – máshová nem sorolható műveletek és a vállalkozási tevékenységek kiadásai és bevételei

Forrás: saját összeállítás a 68/2013. (XII. 29.) NGM rendelet a kormányzati funkciók, államháztartási szakfeladatok és szakágazatok osztályozási rendjéről alapján

Az Európai Unió tagállamira is érvényes, hogy az államháztartás gazdasági jelentősége az államháztartási összbevételnek és összkiadásnak a GDP százalékában kifejezett értékével mérhető. A GDP arányában mért államháztartási összkiadás 2006 és 2007 között mind az EU-28 tekintetében csökkent, majd 2007 és 2009 között gyorsan növekedve elérte a GDP 50,1%-át. Ezt követően 2009 és 2011 között a GDP arányában mért összkiadás csökkent, 2012-ben nőtt, majd végül 2016-ig ismét csökkent. 2016-ban az EU-28 területén az államháztartási összbevétel a GDP 44,9%-át tette ki, az összkiadás pedig a GDP 46,6%-ának felelt meg. Abszolút értékben mérve 2009 és 2016

között az EU-28 államháztartási kiadásai összesen 747 milliárd EUR-val, bevételei pedig 1310 milliárd EUR-val emelkedtek. Az államháztartási kiadások és bevételek szempontjából jelentős eltérések figyelhetők meg az uniós tagállamok között. Az uniós tagállamok közül Finnország, Franciaország, Dánia, Belgium, Svédország és Ausztria rendelkezik a legmagasabb (100% feletti) GDP-hez viszonyított, összesített államháztartási kiadással és bevétellel; Norvégiában ugyancsak 100% fölött volt ez az arány.

### A kormányzati főbb bevételek arányai a GDP %-ában; EU28 (2016)

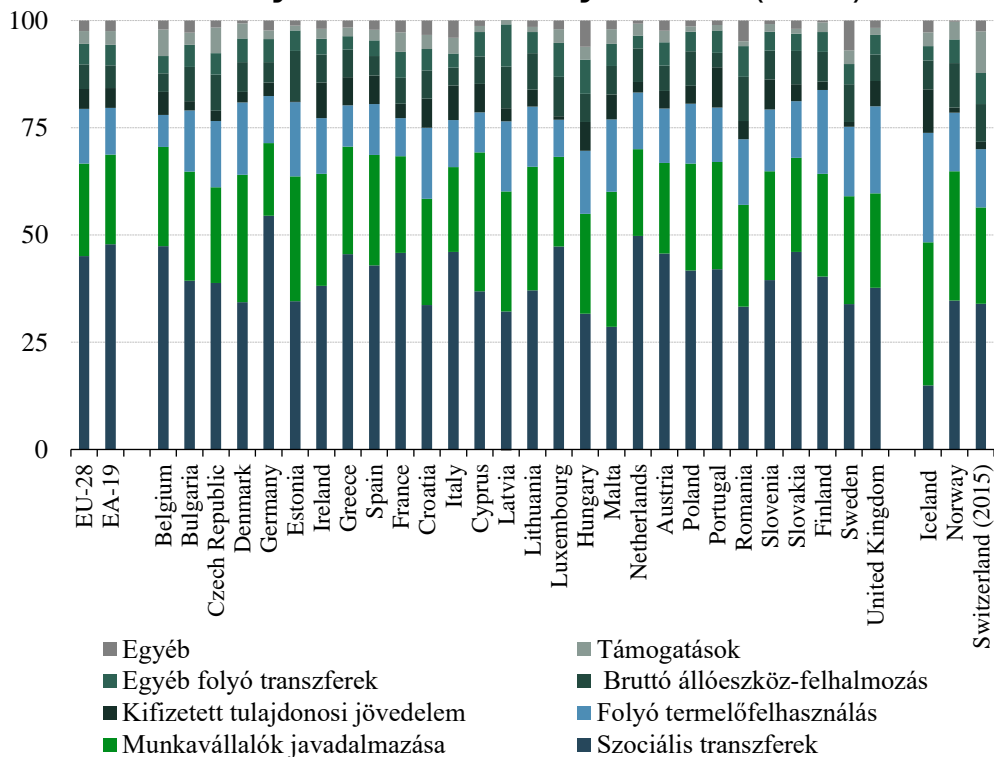


Forrás: Eurostat (2018): Kormányzati pénzügyi statisztika

A bevételek szerkezete tekintetében jelentős különbség mutatkozott az egyes uniós tagállamok között. 2016-ban például az adók az államháztartási bevételek kevesebb mint 50%-át tették ki Szlovákiában és a Cseh Köztársaságban, ezzel szemben 87,4%-át Dániában és 80,5%-át Svédországban. Nem meglepő módon azok a tagállamok, amelyek kiadásai viszonylag magasak voltak, jellemzően nagyobb adóbevételeket szedtek be (a GDP-hez viszonyítva). Az államháztartási bevételek fő típusai a folyó jövedelem-, vagyon- és egyéb adók, termelési és importadók, és a nettó társadalombiztosítási járulékok. 2016-ban az EU-28 esetében az összbevétel 59,5%-át az adók, míg 29,8%-át a társadalombiztosítási járulékok tették ki. Az EU-28 országaiban a termelési és importadók a GDP 13,4%-át, a folyó jövedelem-, vagyon-

és egyéb adók a GDP 13,0%-át, a nettó társadalombiztosítási járulékok pedig a GDP 13,4%-át tették ki. Magyarország esetében megfigyelhető a termelési és fogyasztási adók túlsúlya. EU-s szinten 2013 és 2016 között a termelési és importadók GDP-hez viszonyított aránya stabil maradt. A nettó társadalombiztosítási járulékok stabilan a GDP 13,4%-án maradtak az EU-28-ban 2012 és 2014 között, majd 2015-ben a GDP 13,2%-ára estek vissza, 2016-ban pedig erőre kaptak, és ismét elérték a GDP 13,4%-át. A közbevételek szerkezete tekintetében jelentős volt a különbség az uniós tagállamok körében 2016-ban, például az adók és társadalombiztosítási járulékok fő kategóriáiból származó bevétel GDP-hez viszonyított aránya Franciaországban volt a legmagasabb (46,9%), Dánia pedig szorosan követte (46,8%). Ugyanakkor e bevételek GDP-hez viszonyított aránya három tagállamban – Írországban, Romániában és Bulgáriában –, valamint Svájcban nem érte el a 30%-ot. Magyarország esetében a közterhek GDP arányosan az uniós átlaggal megegyeznek. A bevételek legnagyobb arányban a termelést és fogyasztást terhelő adókból származnak, és szintén magasak – a felosztó-kirovó – rendszer miatt a társadalombiztosítási járulékok. A jövedelemket terhelő közbevételek viszonyt arányaiban is jóval alacsonyabban az EU-s átlaghoz képest, 13% helyett mindössze 7,5%.

### A kormányzati kiadások arányai; EU28 (2016)

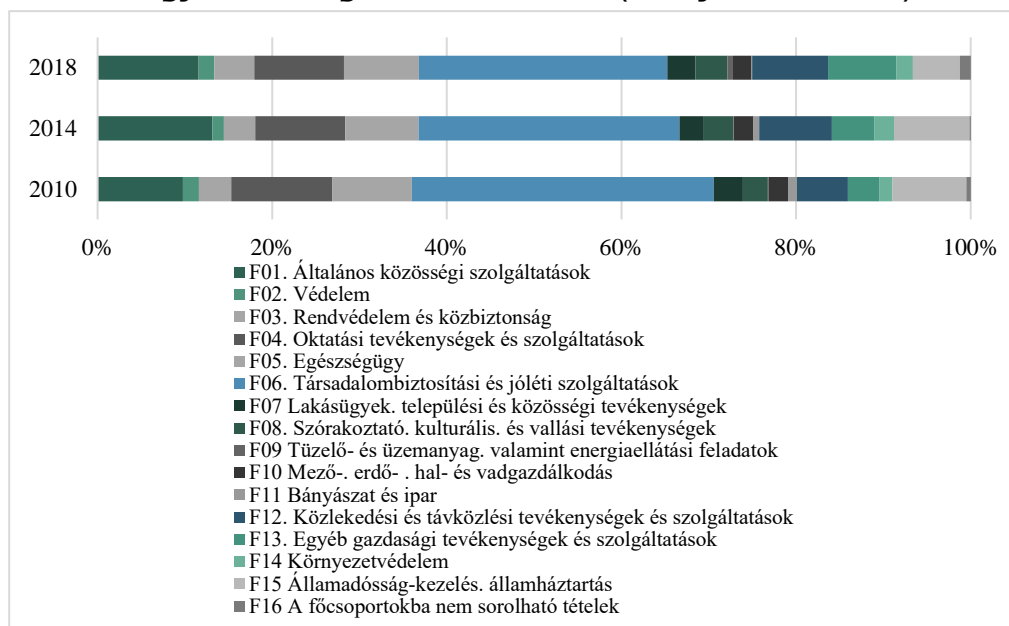


Forrás: Eurostat (2018): Kormányzati pénzügyi statisztika

Az EU-28 országokban az államháztartási kiadások legnagyobb hányadát a szociális transzferek formájában történő jövedelem-újraelosztás képezte 2016-ban. A szociális transzferek (a szociális juttatások és a piaci termelési célú, vásárolt természetbeni szociális transzferek) az EU-28-ban az összkiadás 45,1%-át, Magyarországon pedig 31,7%-át képviselték. A munkavállalók javadalmazása az EU-28 esetében az államháztartási kiadások 21,6%-át, Magyarországon pedig 23,2%-át tette ki. A folyó termelőfelhasználás az EU-28-ban az államháztartási kiadások 12,7%-át, Magyarországon pedig 14,7%-át jelentette. A kifizetett tulajdonosi jövedelem – amelynek a túlnyomó részét kamatfizetések alkotják – az EU-28-ban 4,6 %, Magyarországon az államháztartási kiadások 6,7%-át adta. A bruttó állóeszköz-felhalmozás (főleg beruházás) az EU-28 területén az államháztartási kiadások 5,8%-át, Magyarországon pedig 6,6%-át tette ki. Összességében szerkezetileg is lehet látni, hogy a három legnagyobb terület (szociális transzferek, munkavállalói javadalmazások és termelőfelhasználás) együttes aránya 68 %, míg az EU-s átlag 78 %. Nálunk a kifizetett tulajdonosi jövedelmek és az egyéb folyó transzferek terhelik meg inkább a költségvetést.

Az Országgyűlés az államháztartás központi alrendszerének 2018. évi bevételi főösszegét 18.751 milliárd forintban, kiadási főösszegét 20.112 milliárd forintban állapította meg, így a hiány 1.361 milliárd forint.<sup>80</sup>

### A magyar költségvetési kiadások (aránya és Mrd Ft)



<sup>80</sup> 2017. évi C. törvény Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről

	2010	2014	2018
<b>MŰKÖDÉSI FUNKCIÓK</b>	<b>2 071,7</b>	<b>3 019,1</b>	<b>3 480,0</b>
F01. Általános közösségi szolgáltatások	1 321,2	2 197,6	2 238,9
F02. Védelem	249,4	222,5	349,0
F03. Rendvédelem és közbiztonság	501,2	599,0	892,2
<b>JÓLÉTI FUNKCIÓK</b>	<b>8 322,0</b>	<b>9 148,2</b>	<b>10 505,6</b>
F04. Oktatási tevékenységek és szolgáltatások	1 571,6	1 722,0	1 988,3
F05. Egészségügy	1 228,0	1 404,2	1 660,5
F06. Társadalombiztosítási és jóléti szolgáltatások	4 683,8	4 994,6	5 516,0
F07 Lakásügyek, települési és közösségi tevékenységek	451,7	465,3	625,4
F08. Szórakoztató, kulturális, és vallási tevékenységek	386,9	562,0	715,3
<b>GAZDASÁGI FUNKCIÓK</b>	<b>3 145,2</b>	<b>3 074,1</b>	<b>4 110,4</b>
F09 Tüzelő- és üzemanyag, valamint energia-ellátási feladatok	10,2	10,1	120,3
F10 Mező-, erdő-, hal- és vadgazdálkodás	304,2	379,3	410,0
F11 Bányászat és ipar	139,3	106,5	14,3
F12. Közlekedési és távközlési tevékenységek és szolgáltatások	784,9	1 391,9	1 686,3
F13. Egyéb gazdasági tevékenységek és szolgáltatások	492,8	807,5	1 517,6
F14 Környezetvédelem	198,5	378,8	361,9
F15 Államadósság-kezelés, államháztartás	1 146,3	1 447,0	1 044,2
F16 A főcsoportokba nem sorolható tételek	69,1	24,0	242,1
<b>Mindösszesen</b>	<b>13 538,9</b>	<b>15 241,4</b>	<b>18 096,0</b>

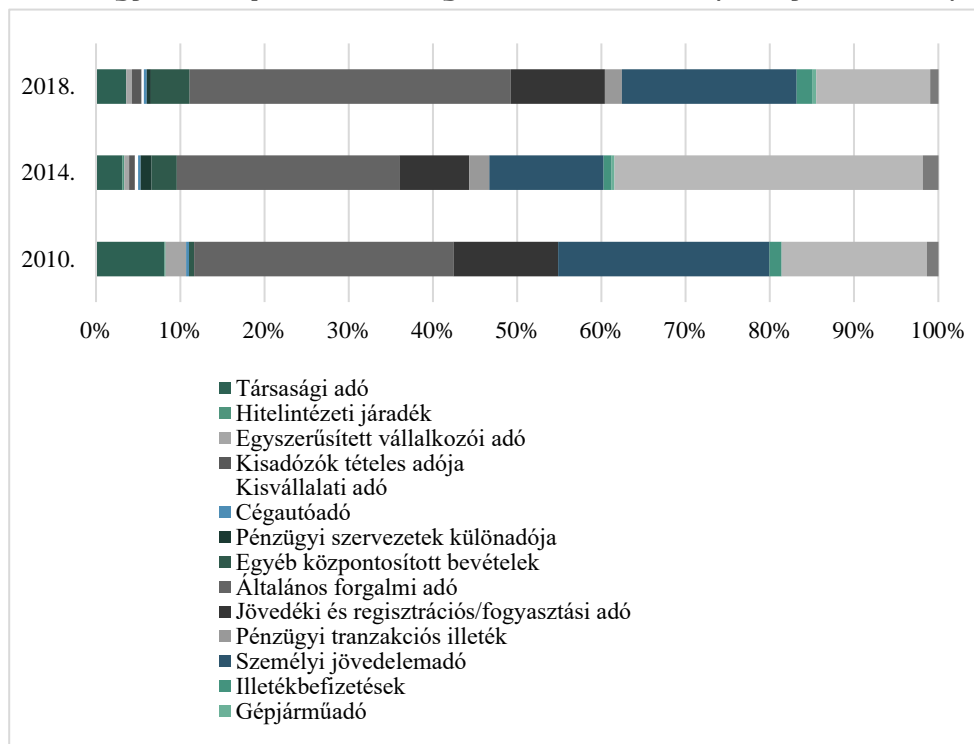
Forrás: KSH (2018): és költségvetési törvények

A kiadási oldal kétharmadát öt témakör jelenti: nyugellátások (20 %, mintegy 4.000 milliárd forint) társadalombiztosítási, jóléti kiadások (11,1 %), oktatás (10 %, 2.000 milliárd), kormányzás (9,6 %) és egészségügy (9,4 %).<sup>81</sup> Az erős állam jegyében az állami működési funkciók a 2010-es 2071,7 milliárd forintról 2018-ra 3480 milliárd forintra emelkedtek, ami 70 %-os bővülést jelent. A jóléti kiadások jóval lassabban növekedtek, mivel a jóléti funkciókra 10 505,6 milliárd forint jut, szemben a 2010-es 8 322,0 milliárd forinttal. Ez a 2018-ra tervezett 40 353 milliárd forintos GDP csaknem 25 %-a – ami ugyanakkor csökkenést jelent, hiszen négy évvel ezelőtt még a GDP 30 %-a is elment jóléti kiadásokra. Ez azonban irreálisan magas összeg, és a magyar gazdaság versenyhátrányának egyik oka volt. A nyugellátások az évek során

<sup>81</sup> KSH (2018): 3.7.4. A központi költségvetés kiadásai

25 %-kal emelkedtek, amelyben az emelések mellett szerepet játszott a nyugdíjasok számának növekedése, illetve az új nyugdíjasok magasabb induló nyugdíja a nyugdíjrendszerből kieső – jellemzően – alacsonyabb ellátásokkal szemben. Hasonló trendet láthatunk az egészségügyben és az oktatásban, a szektorra fordított kiadások nominálisan emelkedtek, ennek ellenére sok kritika éri ezen a téren az állami szolgáltatásokat, mert a GDP növekedéshez képest az arányok mégis csökkentek. 261,9 százalékkal emelkedtek a sportra fordított állami kiadások. a gazdasági funkciókra 2010-ben 3145,2 milliárd forint jutott, 2018-ben pedig 4110 milliárd forint, vagyis a növekedés 31 százalékos, ami némileg meghaladja a jóléti kiadások növekedését.

## A magyar központi költségvetés bevételei (aránya Mrd Ft)



	2010	2014	2018
<b>A gazdálkodó szervezetek befizetései</b>	<b>1 124,9</b>	<b>1 351,7</b>	<b>1 350,3</b>
Társasági adó	609,3	358,8	362,6
Hitelintézeti járadék	13,0	22,6	–
Egyszerűsített vállalkozói adó	182,6	67,0	69,6
Kisadózók tételes adója	–	78,0	113,0
Kisvállalati adó	–	45,4	27,2
Cégaudó	24,0	34,5	33,3
Pénzügyi szervezetek különadója	–	144,0	50,4

Egyéb központosított bevételek	47,0	343,2	464,2
<b>Fogyasztáshoz kapcsolt adók</b>	<b>3 246,1</b>	<b>4 316,7</b>	<b>5 254,3</b>
Általános forgalmi adó	2 313,9	3 014,1	3 838,6
Jövedéki és regisztrációs/fogyasztási adó	932,2	948,2	1 123,7
Pénzügyi tranzakciós illeték	–	269,4	204,7
<b>A lakosság befizetései</b>	<b>2 051,2</b>	<b>1 700,1</b>	<b>2 331,7</b>
Személyi jövedelemadó	1 885,4	1 550,0	2 090,2
Illetékbecfizetések	110,0	110,0	188,6
Gépjárműadó	–	39,0	44,0
<b>Költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előir.</b>	<b>1 296,8</b>	<b>4 175,3</b>	<b>1 364,0</b>
<b>Állami vagyonnal kapcsolatos befizetések</b>	<b>101,4</b>	<b>209,9</b>	<b>96,1</b>
<b>Uniós programok bevételei</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>1 911,2</b>
<b>Egyéb uniós bevételek</b>	<b>10,8</b>	<b>32,4</b>	<b>75,8</b>
<b>Bevételek összesen</b>	<b>8 031,2</b>	<b>12 153,7</b>	<b>12 546,3</b>

Forrás: KSH (2018): és költségvetési törvények

Az adatok csak a központi alrendszer mutatják. 2010 és 2018 között 56 %-kal megemelkedtek a közbevételek, bár a növekmény jelentős részét az uniós programok bevételei adják (ezek nélkül 32%-os volt a bevételnövekmény). A struktúra viszont jelentősen átalakult, a lakosság direkt befizetési a 2010-es 25 %-os arányról, 18 %-ra mérséklődött. Ezt ellensúlyozza a fogyasztást terhelő adók (általános forgalmi adó és a jövedéki adó) jelentős emelkedése, aminek döntő részét szintén a lakosság fizeti. Így összességében a lakosság terhei jó 40%-al emelkedtek, viszont a vállalkozások terhei pedig alig 20%-al növekedtek. Az államháztartási bevételek közel kétharmadát két közteher határozza meg: társadalombiztosítási befizetések (35,6 %, mintegy 4.500 milliárd forint) és az általános forgalmi adó (26,3 %, mintegy 3.800 milliárd forint). Ezeket követi a személyi jövedelemadó (13,3 %, 2.100 milliárd forint). Az is megfigyelhető, hogy a jövedéki adóból majdnem ugyanannyi bevétel (1.100 milliárd forint) keletkezik, mint a cégek adóiból összesen.<sup>82</sup> Az illetékbecfizetések is megemelkedtek 70 %-kal, de költségvetési súlyok nem jelentős.

### 5.3. Közterhek – adók és adózás

Az állami kiadások, a közszolgáltatások finanszírozása elsősorban a közbevételekből származik, tipikusan a közteherviselésen keresztül, ahol elsősorban adók formájában történik jövedelem elvonás a polgároktól, illetve a gazdasági társaságoktól és más szervezetektől. A mai társadalmakban az általános közteherviselés elve érvényesül, tehát mindenki részt vesz a közkiadások finanszírozásában. Magyarországon az Alaptörvény ezt úgy fogalmazza meg,

<sup>82</sup> KSH (2018): 3.7.3. A központi költségvetés bevételei és egyenlege



hogy teherbíró képességének, illetve a gazdaságban való részvételének megfelelően mindenki hozzájárul a közös szükségletek fedezéséhez. A közös szükségletek fedezéséhez való hozzájárulás mértékét a gyermeket nevelők esetében a gyermeknevelés kiadásainak figyelembevételével kell megállapítani.<sup>83</sup>

A közteherviselés egyfajta függőségi viszonyt feltételez. Lényege, hogy a társadalmi szereplők függőnek érezzék magukat egyes közfeladatokkal kapcsolatban. Ennek következtében a társadalom összetételen, a politikai erőviszonyokon, azaz a közösségi döntéseken alapul a köztük lévő fontossági sorrend alakulása.<sup>84</sup> Megfigyelhető ugyanis az európai előregedő társadalmakban a színvonalasabb egészségügyi és időskori ellátások iránti igény – mivel szélesebb kört érint – magasabb mint korábban. Az adócsereelmélet vagy ellenszolgáltatási elmélet szerint,<sup>85</sup> a közteherért cserébe adott közszolgáltatás lehet közvetlen vagy közvetett, az előbbi esetben szorosabb a függőség, a másik esetben lazább. A közvetlen ellenszolgáltatás az igénybevételhez kapcsolódik, ilyen például a tömegközlekedés vagy az eljárásokért fizetett díjak. A közvetett közszolgáltatások esetén a közfeladatok társadalmi szinten jelentkezenek: honvédelem, közbiztonság, köztisztaság, amely esetében az egyén számára sem lenne célszerű szerződésszerűen gondoskodni.<sup>86</sup>

A közteher legáltalánosabban az állam vagy önkormányzat javára történő jogszabályon alapuló kötelező befizetéseket jelenti. Magyarországon minden természetes személy, jogi személy és más jogalany fizetési kötelezettség:

- adó, járulék, hozzájárulás, vagyonszerzési illeték, pótlék vagy más hasonló – az állam közvetlen ellenszolgáltatása nélküli – rendszeres vagy rendkívüli fizetési kötelezettség, továbbá
- az állami közhatalom birtokában nyújtható szolgáltatásért, eljárásért fizetendő felügyeleti díj, eljárási és felügyeleti illeték, igazgatási szolgáltatási díj, pótdíj

teljesítésével járul hozzá a közös szükségletek fedezetéhez.<sup>87</sup> Az ezek közötti különbség lényege, hogy az adó általános jellegű, azaz az állam szabadon

---

<sup>83</sup> Magyarország Alaptörvénye XXX. cikk

<sup>84</sup> Vö. J. Buchanan, J. M. (1967): Public finance in democratic process: Fiscal institutions and individual choice. Chapel Hill: UNC Press.

<sup>85</sup> Heller Farkas (1943): Pénzügytan. Magyar Közgazdasági Társaság, 135. o.

<sup>86</sup> Surányi-Unger Tivadar (1943): Magyar nemzetgazdaság és pénzügy. Királyi Magyar Egyetemi Nyomda, 331. o.

<sup>87</sup> 2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról 28. §

használhatja fel különböző kiadásai fedezésére,<sup>88</sup> a járulék (hozzájárulások) mindig valamilyen meghatározott közfeladat végrehajtására használható fel. A vám kizárólag a külkereskedelmi forgalomhoz kapcsolódik. Az illeték és az igazgatási szolgáltatási díj célja elvileg az, hogy valamilyen állami szerv egy ügyfél érdekében végzett eljárását finanszírozza.

## A közterhek rendszere Magyarországon (2017)

<b>Adó</b>	Általános forgalmi adó, Személyi jövedelemadó, Jövedéki adó, Társasági adó, Gépjárműadó, Regisztrációs adó, Cégautó-adó, Szociális hozzájárulási adó, Kisvállalati adó, Kisadózó vállalkozások tételes adója, Egyszerűsített vállalkozói adó -- A magánszemély egyes jövedelmeinek különadója, A forgalmazó és a befektetési alap különadója, Baleseti adó, Közművezetékek adója, Biztosítási adó, Gyógyszerforgalmazók különadói, Távközlési adó, Hitelintézetek különadója, Játékadó, Reklámadó, Energiaellátók jövedelemadója, Energiaadó, Népegészségügyi termékadó, Kulturális adó, Pénzügyi szervezetek különadója -- Települési adó, Helyi adók: Helyi iparüzési adó, Építményadó, Telekadó, Magánszemélyek kommunális adója, Idegenforgalmi adó
<b>Járulék, hozzájárulás, járadék</b>	Egészségügyi hozzájárulás, Nyugdíjjárulék, Munkaerő-piaci járulék, Szakképzési hozzájárulás, Pénzbeni egészségbiztosítási járulék, Természetbeni egészségbiztosítási járulék, Táppénz-hozzájárulás, Rehabilitációs hozzájárulás, Háztartási munka regisztrációs díja, Egyszerűsített közteherviselési hozzájárulás -- Bányajáradék, Élelmiszerlánc-felügyeleti díj, Innovációs járulék, Hulladéklerakási járulék, Környezetterhelési díj, Környezetvédelmi termékdíj, Földvédelmi járulék, Erdővédelmi járulék, Ebrendészeti hozzájárulás, Szerencsejáték-felügyeleti díj, Nukleáris hozzájárulás, Kamarai hozzájárulás, Turizmusfejlesztési hozzájárulás, Vízkészlet-járulék
<b>Vám</b>	
<b>Illeték és igazgatási szolgáltatási díj</b>	az öröklés, ajándékozás és visszterhes vagyonátruházás esetén vagyonszerzési illeték; a közigazgatási hatósági és bírósági eljárásért eljárási illeték vagy külön jogszabályban megállapított igazgatási, bírósági szolgáltatási díj; a cégbíróságok törvényességi felügyeleti tevékenységéért felügyeleti illeték; Pénzügyi tranzakciós illeték

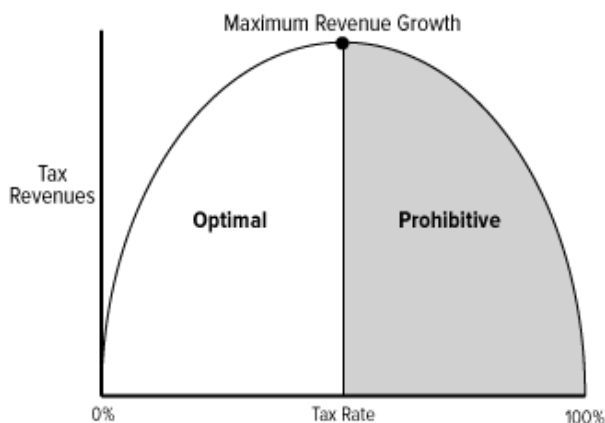
Forrás: saját összeállítás

<sup>88</sup> Wilcsek Jenő – Vértessy László (szerk.): Vállalat-gazdasági Lexikon; Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1966. 17. o., és Sipos Aladár (szerk.): A politikai gazdaságtan kisszótára; Kossuth Könyvkiadó, 1981. 8. o.

Már a legkorábbi államok is felismerték az adóz(tat)ásban rejlő társadalmi és politikai kihívást, a merkantilizmus kezdetén Jean-Baptist Colbert erről úgy vélekedett, hogy „**az adóbevételek előteremtése olyan, mint a libatolltépkedés: minél több tollra akarunk szert tenni, lehetőleg minél kevesebb sziszegéssel.**”<sup>89</sup> Ez valójában annyit jelent, hogy miképpen érhető el a lehető legnagyobb bevételi forrás a lehető legkisebb gazdasági és politikai kárral. Az általános társadalmi ellenállás miatt a legtöbb alkotmány tartalmazza, így az Alaptörvény korlátozásai között is szerepel, hogy nem lehet országos népszavazást tartani – többek között – a központi költségvetésről, a központi költségvetés végrehajtásáról, központi adónemről, illetékről, járulékról, vámról, valamint a helyi adók központi feltételeiről szóló törvény tartalmáról.<sup>90</sup>

### Laffer-görbe

Az adó, mint közteher jellegéből következik, hogy annak növekedésével, azaz az adókulcsok emelkedésével, csökken az adózók adófizetési hajlandósága. Ezzel összefüggésben az adózási elméletek közül a **Laffer-görbe** grafikusán ábrázolja,<sup>91</sup> hogy az adóbevétel az adóteher, adókulcsok



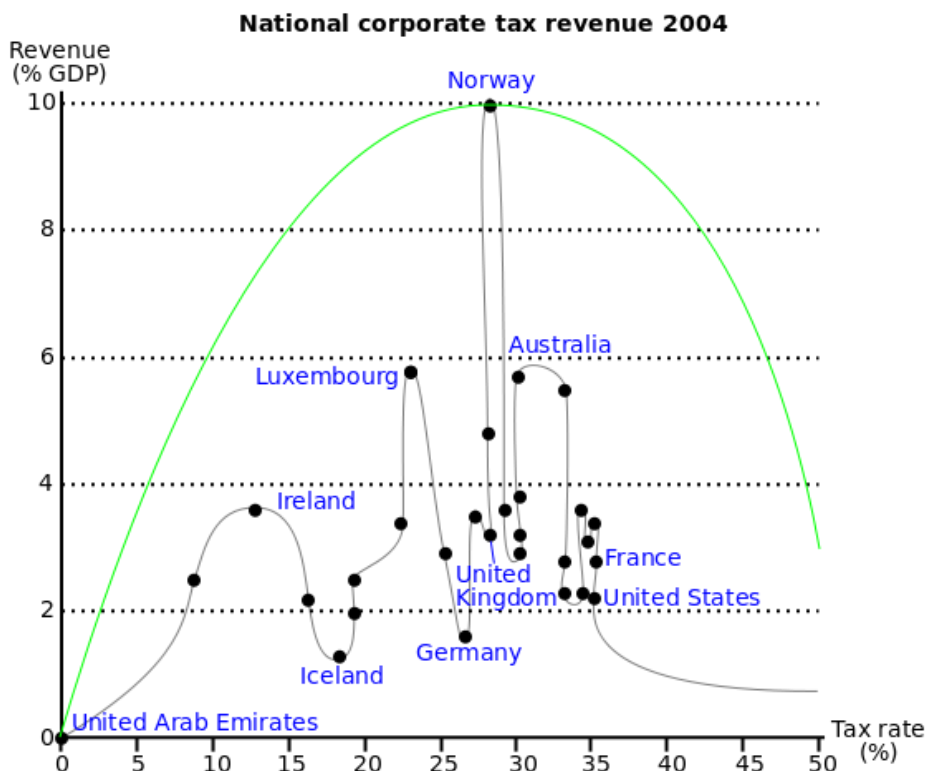
emelkedésével nem arányosan, hanem egyre kisebb mértékben növekszik, és egy bizonyos szint felett már nem eredményeznek többletbevételt, mert társadalmi ellenállásba ütközik: adóelkerülés (a jogszabály által lehetővé tett

<sup>89</sup> McKechnie, William Sharp (1896): *The State & the Individual: An Introduction to Political Science, with Special Reference to Socialistic and Individualistic Theories*. 77. o.

<sup>90</sup> Magyarország Alaptörvénye 8. cikk

<sup>91</sup> Laffer, Arthur (2004): *The Laffer Curve: Past, Present, and Future*. in *The Heritage Foundation*. Ebben Laffer megerősíti, hogy az elmélet nem tőle származik, hanem Ibn Khaldun 14. századi arab gondolkodótól. Laffer 1974-ben egy washingtoni politikus vacsorán rajzolta a görbét egy szalvétára, bizonyítva az adócsökkentés indokoltaságát. Ibrahim Oweiss szerint a Laffer-görbe ennek az adózási elméletnek a grafikus megjelenítése. Oweiss, Ibrahim (1988): *Ibn Khaldún, Father of Economics*. in Oweiss, I. M.–Atiyeh, G. N. (szerk.): *Arab Civilization: Challenges and Responses*. State University of New York. 120. o.

adóminimalizálás), adócsalás (adómegkerülés a jogszabályok megsértésével).



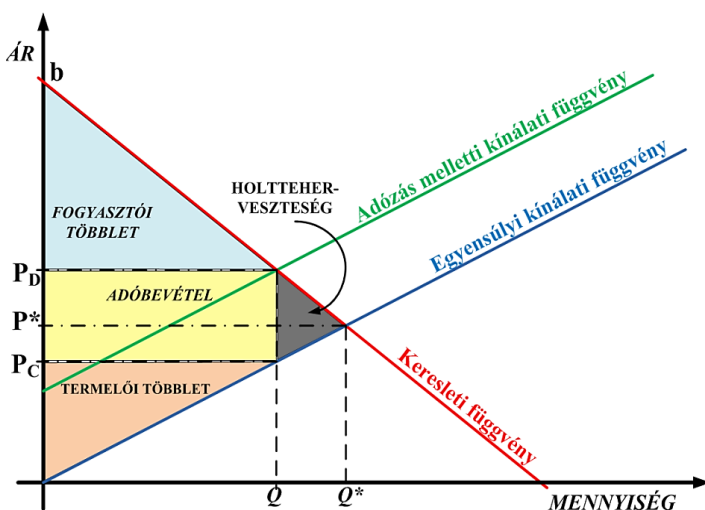
Forrás: Laffer Center U.S. Global Investors; OECD (2004): Revenue Statistics, Kevin Hassett, American Institute

Az adókulcsok és a versenyképesség kapcsolatakor elgondolkodtató, hogy Európában a rendre gyors növekedést produkáló országokban (Dánia, Finnország, Norvégia, Svédország, Belgium) jelentős az adóelvonás mértéke (40% feletti a GDP-hez viszonyítva). Emellett az Egyesült Államok, Ausztrália, Észtország, Írország és Szlovákia is gyors növekedést mutatott, holott ezekben az országokban jóval alacsonyabb az adónyomás (25-34% között). Mindezekkel szemben például Japán és Svájc az utóbbi években rendre igen gyenge növekedési adatokat produkált, holott az adónyomás 27, illetve 30%-ot tett ki. Az IMD szerint egyértelmű az összefüggés a társasági adó és a versenyképesség között: az északi államokban magas az személyi jövedelemadó és az áfa, viszont alacsony a társasági adó.

Az adóterhelés központi kérdése, hogy valójában kik viselik a közterhet. A legtöbb adót az adófizetésre kötelezettek ugyanis igyekeznek áthárítani vagy továbbhárítani másokra, azaz beépítik az árakba. Ez az átháríthatóság a termék vagy szolgáltatás iránti kereslet rugalmasságától, másképpen helyettesíthetőségétől függ. Az áthárítás méretkétől függően ez lehet teljes vagy részleges. Amennyiben a kereslet rugalmatlan akkor az áthárítás könnyebb, mert az igénybe vevők nem tudják mással helyettesíteni az adott terméket (például üzemanyag). Ha kereslet viszont rugalmas akkor, az eladó kénytelen a nyeresége terhére viselni azt. Ennek ellenére, mivel az állami bevételek képezik a közcélok fedezetét, Széchenyi úgy fogalmazott, hogy „*egy nemzet közteherviseléshez való viszonya a nemzet holnapjának tükörképe.*”<sup>92</sup> Illetve „*A (...) lehető legnagyobb adó sem teher, de valódi áldás, ha biztos és jól kamatozó tőkére veretik, midőn egy garas adó sem kevesb mint zsarolás, ha az viszont haszon nélkül párolog levegőbe.*”<sup>93</sup>

A közterhek torzítják a kereslet-kínálati függvény egyensúlyi pontját, mivel azok hatására a termékek és szolgáltatások ára megemelkedik. A közgazdaságtan ezt a hatást két fogalommal jelöli: holtteher-veszteség és adóék. Az adófizetés hatására a termelők és a fogyasztók által kereskedett mennyiség lecsökken, a fogyasztók által fizetett ár megnő, és a termelők által kapott ár lecsökken. Különösen az adók miatt csökken a személyes fogyasztás és a termelés volumen is, tehát az adóztatás rontja a gazdasági hatékonyságot.

Ennek a kárnak (különbségnek) az elnevezése a **holtteher-veszteség** (deadweight loss), vagy máshogyan fogalmazva: elvesztett fogyasztói többlet, elvesztett termelői többlet.<sup>94</sup> Az adóék az adófizetés miatt az egyensúlyi kínálat-keresleti ponttól



<sup>92</sup> Forrása ismeretlen

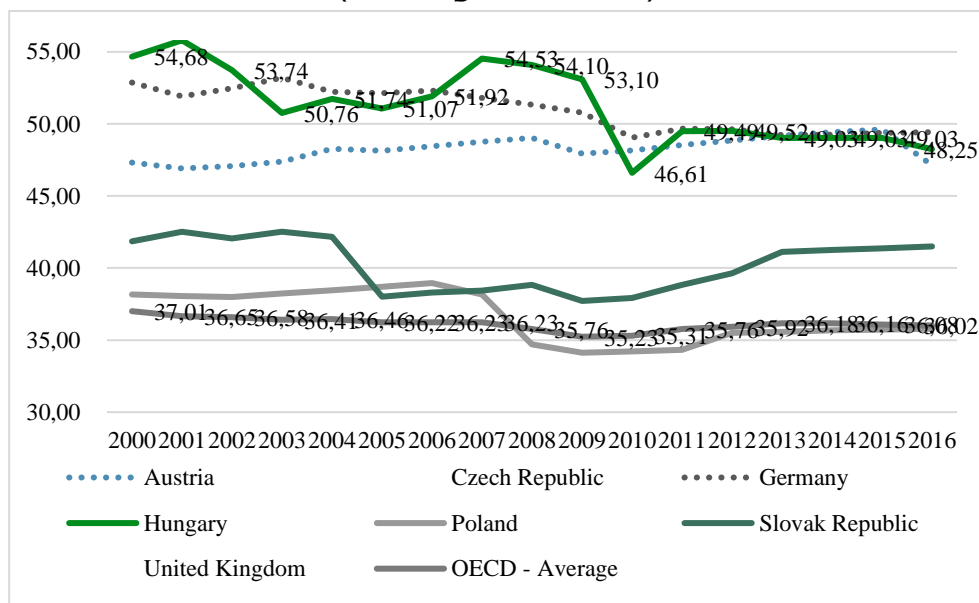
<sup>93</sup> Széchenyi István (1844): Adó és két garas című röpirat. in Jelenkor, 49. sz. 1843.

<sup>94</sup> Erdős Tibor (2014): Adóztatás, hatékonyság és gazdasági növekedés. in Közgazdasági szemle, LXI. évf., 2014. január

történő elmozdulást jelenti.<sup>95</sup> Szűkebb értelemben az adóék egy arányszám, amelynek a számlálójában munkát terhelő összes adó és járulék teher összege van (beleértve a munkáltató és a munkavállaló terheit egyaránt), a nevezőben pedig a teljes munkaerőköltség (bruttó bér plusz a munkaadó által fizetendő járulékok). Az adóék tehát azt mutatja meg, hogy a teljes munkaerőköltségnek összesen hány százalékát vonja el az állam különböző adók és járulékok formájában (beleértve a munkavállaló és a munkaadó terheit egyaránt).

Forrás: Somogyi, Viola - Dániel, Zoltán András - Rédey, Ákos (2012): Fenntartható gazdaság. 3.4. ábra. Kivetett adó hatása

### Az átlagos adóék mértéke egyedülálló személyek esetében (az átlagbér 100 %)



OECD (2017): Tax wedge (Total, % of labour cost) 2000 – 2016

A versenyképességi mutatókban az adóék fontos mérőszám, különösen munkaerő-igényes beruházások, vállalati letelepedések esetében. Magyarországon bár több megszakítással, de csökkenést mutat 2009 óta, de annak mértéke még mindig magasabb, mint az OECD tagállamok és a KKE régió átlaga. Ennek fő oka a szociális hozzájárulási adó nagyobb mértéke, ami 2017-től két év alatt 7,5 százalékponttal

<sup>95</sup> Lásd ábra: Somogyi, Viola - Dániel, Zoltán András - Rédey, Ákos (2012): Fenntartható gazdaság. 3.4. ábra. Kivetett adó hatása

csökken. Ez az adóéket 3 százalékponttal tovább mérsékli. A családi adóalap- kedvezmény a gyermek(ek)et nevelő családokat segíti. Az adóék mértéke 7 százalékponttal alacsonyabb azon családok számára, amelyek két gyermeket nevelnek, mint az egyedülálló személyeké. Az adóék mértéke azonban ezzel együtt még így is meghaladja az EU és a V3-ak átlagát. Régiós versenytársaink esetében kissé az EU-s átlag alatti értékek figyelhetők meg. A magyarországi vállalatok tehát még mindig hátrányos helyzetben vannak a foglalkoztatásra rakódó adó- és járulékkerhek terén a visegrádi országokkal összehasonlítva, további csökkentésre lenne szükség. Ugyanakkora nettó bér kifizetése egy magyar foglalkoztatónak jóval magasabb bérköltséget jelent, mint régiós versenytársai számára. A hat évre megtervezett magyar járulékcsökkenési pályát figyelembe véve a 2022-re elérhető 41,4 %-os adóék szintjével – ha közben a visegrádi országok egyike sem változtat – éppen a cseh szint alá kerülhetünk, de a lengyel terhektől még mindig 6 százalékpont választ el. A bérszintek növekedése nem csak a minimálbér szintjén jelenik meg, a munkaerőhiány miatt a bérnyomás emelkedik, amelyet éppen a magyar tulajdonú, átlagosan kevésbé termelékeny cégek bírnak kevésbé kigazdálkodni. A csökkenő teljes bérköltség ugyanakkor lehetővé tenné számukra, hogy vagy ugyanolyan bérköltség mellett magasabb nettó fizetést adjanak, vagy a megtakarítást a cég versenyképességét növelő beruházásokba forgassák vissza.

Az adókkal és az adózással kapcsolatban számos olyan alapelvvvel találkozunk, amelyek igyekeznek a fenti torzító hatásokat mérsékelni, zsinórmértékül szolgálnak a döntéshozóknak, a kormánzatnak és a jogalkotóknak. Adam Smith négy maxima keretében határozta meg az általános követelményeket, amelyek mind a mai napig jelentősek az adóelméletben.<sup>96</sup> Ezek szerint az adó(zás) legyen:

- *méltányos* (igazságos, equality): az állampolgároknak fizetőképességük szerint kell az adóterhet viselniük. Az állampolgári egyenlőség elvéből az következik, hogy mindenkinek a teher olyan részét kell viselnie, amely fizetőképességének megfelel, az önkényes különbségtétel, a (negatív) diszkrimináció kizárt legyen;
- *meghatározott* (egyértelmű, certain): az adónak határozottnak kell lennie. Nagysága felett kevéssé merülhessenek fel kételyek és az adózó tudja, hogy mit kell fizetnie. Az adózás körül annál kevesebb vita merülhet fel, minél pontosabban következik a jogszabályokból, hogy az adózónak mi az adókötelezettsége;
- *kényelmes* (convenient): az adózó olyan időben fizethesse az adót, amely gazdasága természete szerint számára a legalkalmasabb. Ez az alapelv az

---

<sup>96</sup> Smith, Adam (1776): An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. ΜεταLibri, 2007. 639. o.

állam és az adózó érdekeit is egyaránt szolgálja, hiszen az állam is ebben az esetben jut a legkönnyebben az adóbevételhez;

- *gazdaságos* (economic): az adózóknak a legkisebb mértékben kelljen többet fizetniük, mint azt az összeget, amellyel a kincstár az adó révén bevételhez jut. Az adózást úgy kell megszervezni, hogy az az államnak a lehető legkevesebbe kerüljön, vagyis az adók könnyen kivethetők legyenek.<sup>97</sup>

A modern közgazdasági irodalom ezeket további alapelvekkel bővítette: arányosság (a közteherviselés és redisztribúció esetében), megbízhatóság (adóterhek biztonságos megfizetése), kiszámíthatóság (legalább egy középtávú időszakra vonatkozó változatlanosság),<sup>98</sup> általánosság (minél szélesebb kör legyen érintett), hatékonyság, egyszerűség, megfelelőség (az adóbevételek fedezzék a közkiadásokat),<sup>99</sup> rugalmasság, változatosság (sokféle adó képezze az rendszert).<sup>100</sup>

Az adókat érdemes néhány szempont szerint csoportosítani. A **területi** kiterjedésük és az adóztatási jog jogosultja alapján a központi adókat a központi költségvetés javára fizetik meg, ezek megállapítása és beszedése az államigazgatás központi szerveinek a feladata; a helyi adók a helyi (területi) költségvetés bevételei, ezek igazgatása a helyi önkormányzati szervek feladata. Az **adóztatás jogi alapja** lehet nemzetközi egyezmény, törvény vagy önkormányzati rendelet. Ez utóbbihoz fontos megjegyezni, hogy a helyi adókról is törvény rendelkezik, ennek keretei között viszont a helyi önkormányzat rendeletében szabadon választhat, illetve a törvény felhatalmazása alapján más települési adóról is dönthet. Az **adóbevételek felhasználása** rendszerint egybeesik az adóztatási jog jogosultjával, de egyes esetekben a központ átengedhet a helyi önkormányzatok javára (gépjárműadó). Az **adóteherviselés** alapján a közvetlen (egyenese, direkt) adók esetében az adófizető és az adóterhet viselő személy (szervezet) azonos, ezek általában a lakossági jövedelmekhez (szja) vagy gazdasági tevékenységhez, annak pénzügyi eredményéhez (tao) kapcsolódnak. A közvetett (indirekt) adóknál az adófizető és az adóterhet viselő (fogyasztó, vevő) személye elválik, ezek tárgya tipikusan a terméké-

---

<sup>97</sup> Éber Ernő (1940): Smith: Vizsgálódás a nemzetek jólétének természetéről és okairól, 1940 alapján

<sup>98</sup> Sztanó Imréné - Kis Tünde (2013): Adózás, társadalombiztosítás, támogatás. 1.2. Az adózási alapelvek

<sup>99</sup> Encyclopædia Britannica (2018): Principles of taxation.

<sup>100</sup> Canons/Principles of Taxation. in [http://economicsconcepts.com/canons\\_of\\_taxation.htm](http://economicsconcepts.com/canons_of_taxation.htm) (2018)



rétékesítés vagy szolgáltatás-nyújtás (áfa, jövedéki adó), egy szándékolt adó-áthárítás történik.<sup>101</sup> Az **adóalany** lehet természetes személy, jogi személy (gazdasági társaság, egyesület, alapítvány, köztestület stb.) vagy jogi személyiséggel nem rendelkező szervezet. Az **adóalany körülményei** szempontjából a személyi adók figyelembe veszik az adóalany teherbíró képességét, helyzetét vagy állapotát, például különböző adókulcsok vagy adókedvezmények (családi adókedvezmény) formájában; a tárgyi adóknál a személyes körülmények nem relevánsak (áfa, gépjárműadó). Az **adótárgy** valamilyen jogviszony vagy gazdasági esemény (termékértékesítés vagy szolgáltatásnyújtás) a fogyasztás, illetve a tevékenység eredménye vagy a jövedelem, de lehet konkrét fizikai dolog is. Az **adóteher** lehet fix összegű, tételes; bár általában inkább arányos (proporcionális), azaz százalékos adókulcsot alkalmaznak: egykulcsos vagy többkulcsos adók. Ez utóbbi célja a differenciálás, így az eltérő adótárgyak, adóalanyok, adóalapok másként adóznak (áfa-kulcsok), illetve a mértékük változása lehet progresszív, ha az adóalap nagyságával (lineárisan vagy sávosan) emelkedik,<sup>102</sup> vagy degresszív (regresszív), ha csökken. Az **adó megfizetése** történhet önadózással, vagy az állam részéről levonás, kivetés vagy behajtás útján. Az **adó megjelenése** elsősorban pénzbeli, de lehet természetbeni is. Az adóztatás **célja**, felhasználása általában általános, a közkiadásokat fedezik, de léteznek céladók, amelyek rendeltetése meghatározott. Ez utóbbiakat azonban helyesebb inkább járulékoknak, díjnak vagy illetéknek nevezni. Az **időbeliség** alapján megkülönböztethetők a folyamatos vagy egyszeri adók. A **társadalmi hatásokat** figyelembe véve néhány további adótípust is érdemes megemlíteni. A Pigou-féle adó minden olyan piaci tevékenységre kivetett adó, amely negatív externáliákat generál,<sup>103</sup> célja, hogy valamilyen tevékenység negatív társadalmi, ökológiai hatását ellensúlyozza azzal, hogy adót vet ki a tevékenységet végzőre, ugyanis a piaci ár nem tartalmazza ezeket a költségeket. Ehhez hasonló a Tobin-adó, amely szerint a nemzetközi pénzügyi tranzakciók – javaslata szerint 0,5 %-os – megadóztatásával megfékezhetők a spekulációs pénzmozgások úgy,

---

<sup>101</sup> Sztanó Imréné - Kis Tünde (2013): Adózás, társadalombiztosítás, támogatás. 1.4. Az adók csoportosítása

<sup>102</sup> 2006. évi LIX. törvény az államháztartás egyensúlyát javító különadóról és járadékról Pénzügyi szervezetek különadója 4/A. § (6) A különadó mértéke hitelintézet esetén az adóalap 50 milliárd forintot meg nem haladó része után 0,15 százalék, az e feletti összegre 0,21 százalék 2017-ben és 2018-ban.

<sup>103</sup> Pigou, Arthur. C. (1920): *The Economics of Welfare*. London: Macmillan. vö. Baumol, W. J. (1972): *On Taxation and the Control of Externalities*. in *American Economic Review*, 62 (3): 307–322 o.

hogy a működő tőke mozgása gyakorlatilag zavartalan maradjon.<sup>104</sup> A Lindahl-adó kifejezetten piaci alapon osztja el a finanszírozás terheit, így az adóárak annak megfelelően térnek el egymástól, hogy kinek mennyit ér (mekkora hasznot hajt) az adott közjóság.<sup>105</sup> A Clarke-adó célja, hogy a társadalom nagyobb csoportjait kisebbekre bontva azt vizsgálja, hogy a csoport tagjait hogyan lehetne ösztönözi a közjavak finanszírozására, valamint az adott jósággal kapcsolatos preferenciáik feltárására.<sup>106</sup> Az **OECD** rendszerezése számkódok alapján: 1000 Jövedelmet, nyereséget és tőke-jövedelmet terhelő adók, 2000 Társadalombiztosítási hozzájárulások, 3000 Munkaerőt és munkáltatói kifizetéseket terhelő adók, 4000 Tulajdont terhelő adók, 5000 Árukra és szolgáltatásokra kivetett adók (vámok is), 6000 Egyéb adók.<sup>107</sup>

Az adók jogilag szabályozottak, a legtöbb esetben törvények – vagy ezek alapján kiadott önkormányzati rendeletek – határozzák meg az adójogviszonyt, amely az állam, önkormányzat és a természetes személyek, jogi személyek, egyéb szervezetek között jön létre. Az **adótenyállás** az a szabályozási keret, amely elemeinek megvalósulása esetén – az adójogviszony létrejöttével – az adófizetési kötelezettség illetve az egyéb adókötelezettségek beállnak. Az **adóalany** az, aki az – adótörvény szerinti – adókötelezettség alapján szolgáló tényállást megvalósítja (anyagi jogi fogalom).<sup>108</sup> Az **adózó** ennél tágabb fogalom, az adóalanyokon kívül azok is, akiknek adókötelezettségét az eljárási jogszabályok<sup>109</sup> írják elő (például kifizető, munkáltató, adatszolgáltatásra kötelezett). Az **adó megfizetésére kötelezett** pedig az,<sup>110</sup> aki az adót ténylegesen megfizeti az államnak, önkormányzatnak.<sup>111</sup> Az **adó-tárgy** az a tevékenység, dolog, tény jogcím vagy jogviszony, amelyre az

---

<sup>104</sup> Tobin, James (1978): A Proposal for International Monetary Reform. in Eastern Economic Journal. Eastern Economic Association, 1798 July-October: 153–159.

<sup>105</sup> Young, H. Peyton (1994): Equity: In Theory and Practice. Princeton University Press, 103. o.

<sup>106</sup> Clarke, E. H. (1971): Multipart pricing of public goods. Public Choice, 11, 17–33.

<sup>107</sup> OECD (2017): The OECD classification of taxes and interpretative guide, OECD

<sup>108</sup> A 2007. évi CXXVII. törvény az általános forgalmi adóról szerint adóalany: az a jogképes személy vagy szervezet, aki (amely) saját neve alatt gazdasági tevékenységet folytat, tekintet nélkül annak helyére, céljára és eredményére. Az adó megfizetésére kötelezett személy például termékértékesítés esetén az az eladó aki saját neve alatt gazdasági tevékenységet folytat, viszont a vevő viseli az adóterhet.

<sup>109</sup> 2017. évi CL. törvény az adózás rendjéről, 2017. évi CLI. törvény az adóigazgatási rendtartásról

<sup>110</sup> Az adófizető fogalmat a magyar terminológia nem használja.

<sup>111</sup> 2017. évi CL. törvény az adózás rendjéről 59. § (Az adó megfizetésére kötelezett személy) (1) Ha az adózó az esedékes adót nem fizette meg, és azt tőle nem lehet behajtani, az adó megfizetésére határozattal kötelezhető

adóztatás irányul. Az **adóalap** az adótárgy – első sorban – pénzben kifejezett értéke, illetve mennyisége, ami után az adót meg kell fizetni, aminek alapján tehát az adó kivetése történik. Az **adóforrás** az, amiből megfizetik az adót; ez szorosan összefügg az adózói teherviselő-képességgel, ami adóerőt jelent. Az **adómérték** az adótörvényben meghatározott, és az adóalapra vetített százalékos (**adókulcs**) vagy tételes arányszám. Az adóalap egysége az **adóegység**. Az adóegység után fizetett adó az **adótétel**. Az adótételeket és az adókulcsokat adódíjszabásban, **adótarifában** foglalhatjuk össze. Az **adómentesség** esetén az absztrakt adójogviszony létrejön, de nem válik konkrétá. Ezzel szemben az **adókedvezmény** esetén az absztrakt mellett létrejön a konkrét adójogviszony is, adófizetésre is sor fog kerülni, de nem olyan mértékben/összegben, mint amekkorára a kedvezmény figyelembe vétele nélkül sor került volna.

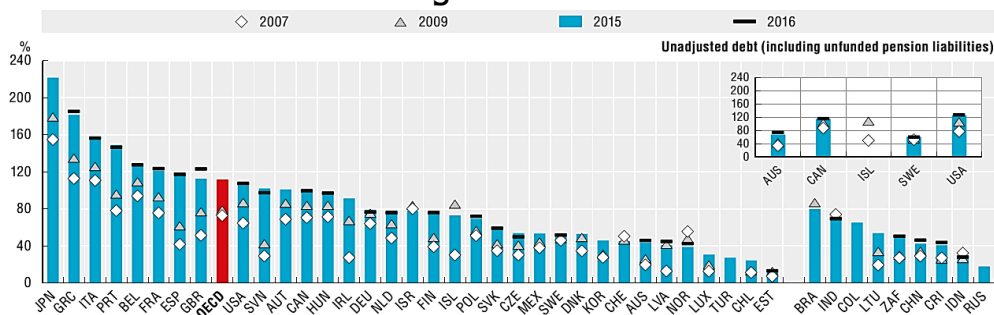
## 5.4. Államadósság

Az államadósság egy adott ország központi kormányzati és helyi önkormányzati adósságainak a konszolidált összege. Másképp, egy adott ország minden olyan hitelviszonyon alapuló fizetési kötelezettsége, amely az államháztartás valamelyik alrendszerét terheli. Ebbe bele kell számolni az állami kezesség- és garanciavállalás miatt keletkezett hiteltartozásokat, az elkülönült pénzalapok és az állami beruházásokat kezelő intézmények hiteleit, valamint az állami vállalatoktól átvállalt hiteltartozásokat is. Az államadóssággal kapcsolatban fontos megjegyezni, hogy önmagában nem a nagysága a legnagyobb probléma, hanem a finanszírozhatósága. Ezért lényeges, hogy

- 
- a) az adózó örököse az örökrésze erejéig, több örökös esetében örökrészüik arányában,
  - b) a megajándékozott, az okirattal juttatott ajándék értékének erejéig, kivéve, ha az ingyenes előnytől neki fel nem róható módon elesett,
  - c) a kezességet vállaló és az adótartozást átvállaló a jóváhagyott szerződésben foglalt adó tekintetében, valamint akinek a meg nem fizetett adóért való kezességét törvény írja elő,
  - d) az adóbevétel csökkenését eredményező, valamint vagyoni hátrányt okozó bűncselekmény elkövetője...,
  - e) a gazdálkodó szervezet, a polgári jogi társaság adótartozásáért a helytállni köteles tag (részvényes), vezető tisztségviselő,
  - f) a vagyontárgy minden tulajdonosa tulajdoni hányada arányában a közös tulajdont terhelő adó tekintetében,
  - g) a szülői felügyelet alatt álló kiskorú gyermek adótartozásáért a szülők egyetemlegesen, a kezelt vagyon erejéig,
  - h) több munkáltató által létesített munkaviszony esetén, a törvény szerint munkáltatónak nem minősülő, az Mt. szerinti munkáltató a munkaviszonnyal összefüggő adó tekintetében....

azt milyen célra hasznosítják. Amennyiben termelő beruházásokra, a gazdaság élénkítésére, az optimális növekedésre fordítják,<sup>112</sup> akkor a visszafizetés is könnyebb, mert a törlesztés a jövőben kitermelhető. Ugyanakkor, ha csak fogyasztási célokra, jóléti kiadásokra hasznosítják, akkor a későbbi visszafizetés nehézkes, mert továbbra sincs meg a törlesztés fedezete, és a társadalmi berendezkedés következtében az államadosság végső finanszírozói pedig az adófizető polgárok. Amennyiben az államadosság törlesztése érdekében újabb hitelt vesznek fel, akkor ez csupán névleges törlesztés, mivel a finanszírozására felvett hitelt is vissza kell majd fizetni. Ugyancsak hangsúlyos kérdés az adósságszerkezet felépítése: a külföldi és belföldi pénzügyi instrumentumok aránya. A deviza-tételek magas aránya ugyanis az árfolyamingadozások következtében jelentősen megemelheti az adósság nemzeti valutában számított értékét, így a törlesztés is jelentősebb nehézséget jelent az államháztartás számára.

### Az államadosság a GDP százalékában



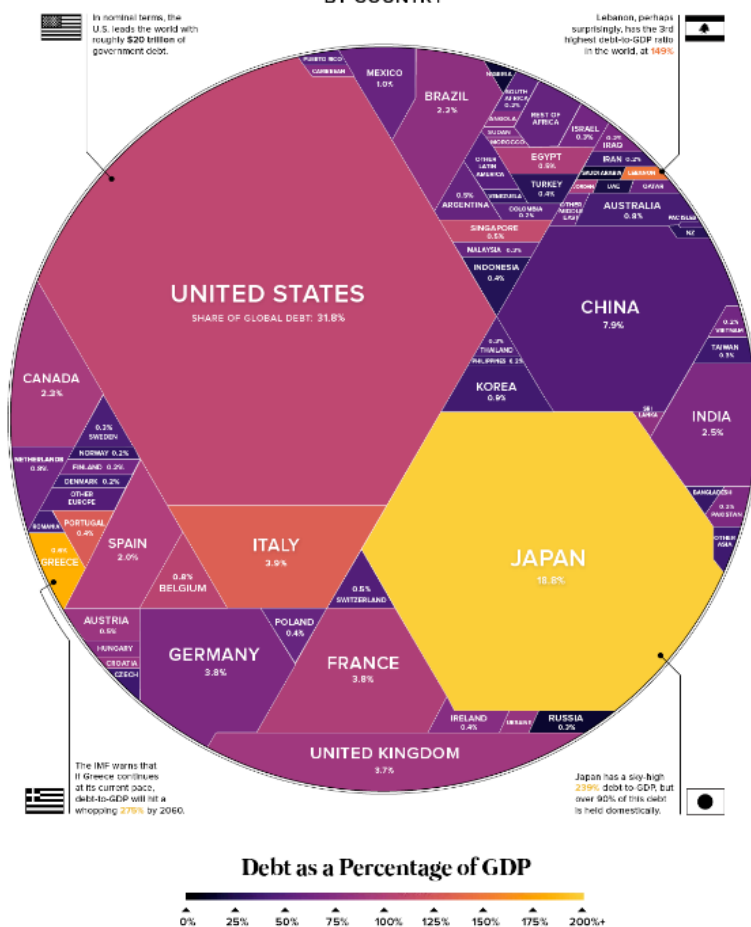
Az OECD országok átlagos államadossága megközelíti a GDP 120 %-át, és korábbi évekhez képest a legtöbb esetben folyamatos növekedés figyelhető meg az elmúlt tíz évben. A legmagasabb adósságaránya Japánnak van a GDP-hez viszonyítva, ez 2017-ben már 239 % volt, ugyanakkor ennek jelentős hányadát hazai befektetők jegyzik, továbbá kiszámítható és nagyon hosszú távra van ütemezve, ezért nem jelent nagy kockázatot. A Föld országainak összesített államadossága 63 ezer milliárd dollár, így nominálisan egyébként az USA-ban a legnagyobb az államadosság: 20.000 milliárd dollár, Japánban 12 ezer milliárd dollár, ehhez képest a görög államadosság mindössze 315 milliárd dollár. Az EU-28 vonatkozásában az államadosság GDP-hez viszonyított aránya a 2015. év végi 84,9%-ról 2016 végére 83,5%-ra csökkent. Összesen 16 uniós tagállam államadossága haladta meg a GDP 60%-át 2016 végén, az államadosság legalacsonyabb GDP-hez viszonyított arányát Észtországban (9,5%), Luxemburgban (20,0%) és Bulgáriában (29,5%) érték el.

<sup>112</sup> Toshihiro Ihori (2017): Principles of Public Finance. Springer Science+Business Media, 165. o.

2016 végén az államadósság GDP-hez viszonyított aránya kilenc uniós tagállam esetében nőtt 2015 végéhez képest, miközben 19 tagállam – leginkább Szlovénia, Írország és a Cseh Köztársaság – esetében csökkent. Az államadósság GDP-hez viszonyított aránya Lettországban, Bulgáriában és Lengyelországban nőtt a legnagyobb mértékben. Görögország, Olaszország és Portugália esetében a magas, elsősorban jóléti közkiadások terhelték meg a költségvetéseket, így azok későbbi finanszírozása jelenleg sem biztosítható. A magas adósságszint kiteszi az olasz gazdaságot a potenciális sokkoknak, és korlátozza az anticiklikus költségvetési politika mozgásterét, mindezt az olasz bankrendszer magas nem teljesítő kinnlevőség-portfóliója is fokozza. Az IMF előrejelzése szerint 2060-ra a legeladósodottabb ország Görögország lehet 275 %-os aránnyal.

## Percentage of World Debt

BY COUNTRY



Forrás: <http://www.visualcapitalist.com/63-trillion-world-debt-one-visualization/>

Az Európai Unió az államadósággal kapcsolatban számos rendelkezést fogalmaz meg. Az uniós elsőírások során elsősorban nem az államadósság nagyságát, hanem a GDP-hez mért arányát veszik figyelembe. A **maastrichti kritériumok** szerint az államadósságnak a piaci áron számított bruttó hazai termékhez viszonyított aránya 60%-nál nem lehet magasabb.<sup>113</sup> A **monetáris finanszírozás tilalma** azt jelenti, hogy az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.<sup>114</sup> Az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat.<sup>115</sup> A tagállamok nem felelnek egy másik tagállam központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalják át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat.

Ezzel összhangban az Alaptörvény szerint Magyarország a kiegyensúlyozott, átlátható és fenntartható költségvetési gazdálkodás elvét érvényesíti.<sup>116</sup> Ezzel a kapcsolatban a Költségvetési Tanács szerepe is hangsúlyos, ugyanis a központi költségvetés megalapozottságát vizsgálja, véleményt nyilvánít a központi költségvetésről szóló törvény tervezetéről, és a költségvetésről szóló törvény elfogadásához előzetes hozzájárulása szükséges, amely során vizsgálja a követelmények teljesülését. Az uniós korlátokkal összhangban, a **monetáris finanszírozás tilalma** alapján a Magyar Nemzeti Bank nem nyújthat folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt a közszektor számára, továbbá

---

<sup>113</sup> (12.) Jegyzőkönyv a túlzott hiány esetén követendő eljárásról

<sup>114</sup> Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata 123.cikk

<sup>115</sup> Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata 125. cikk

<sup>116</sup> Magyarország Alaptörvénye N) cikk.

ezeztől közvetlenül nem vásárolhat adósságinstrumentumot.<sup>117</sup> Ezen kívül fontos megjegyezni, hogy a helyi önkormányzat veszteséges gazdálkodásának következményei a helyi önkormányzatot terhelik, kötelezettségeiért a központi költségvetés nem tartozik felelősséggel.<sup>118</sup>

A közpénzek című fejezet további követelményeket fogalmaz meg.<sup>119</sup> Az Országgyűlés nem fogadhat el olyan központi költségvetésről szóló törvényt, amelynek eredményeképpen az államadósság meghaladná a teljes hazai össztermék felét.

### Az államadóssági mutató képlete

$$\text{államadósság mutató} = \frac{\text{az államháztartás központi alrendszerének, az államháztartás önkormányzati alrendszerének, és a kormányzati szektorba sorolt egyéb szervezetek egymással szembeni kötelezettségek kiszűrésével számított (konszolidált) adóssága}}{\text{az Európai Unióban a nemzeti és regionális számlák európai rendszeréről szóló tanácsi rendeletben meghatározottak szerint számított bruttó hazai termék}}$$

Mivel a mutató egy tört, ezért csökkentése két irányban történhet. Egyfelől a számláló: az államadósság tényleges csökkentésével, törlesztésével, visszafizetésével (amortizáció). Másfelől a nevező: a GDP emelkedésével, azaz a gazdaság növekedésével. Természetesen a legjobb megoldás, ha mindkettő egyszerre valósul meg.

A korlátozások folytatódnak, mert mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, csak olyan központi költségvetés fogadható el, amely az államadósság GDP-hez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza. A központi költségvetés végrehajtása során nem vehető fel olyan kölcsön, és nem vállalható olyan pénzügyi kötelezettség, amely azt eredményezné, hogy az államadósság meghaladja a teljes hazai össztermék felét. A kormányzati szektorba sorolt egyéb szervezet adósságot keletkeztető ügyletet érvényesen az államháztartásért felelős miniszter előzetes hozzájárulásával köthet. A kormányzati szektor egyenlegét úgy kell meghatározni,

<sup>117</sup> 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról 146. § figyelembe véve a tilalmak alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról szóló 1993. december 13-i 3603/93/EK rendeletben foglaltakat.

<sup>118</sup> 2011. évi CLXXXIX. törvény Magyarország helyi önkormányzatairól 112. §

<sup>119</sup> Magyarország Alaptörvénye 36-44. cikk

hogy összhangban legyen a középtávú költségvetési cél elérésével, és annak hiánya ne haladja meg a GDP mértékének 3%-át. Ezekről a szigorú korlátozásokról természetesen az ún. különleges jogrend idején el lehet térni, az azt kiváltó körülmények okozta következmények enyhítéséhez szükséges mértékben, vagy a nemzetgazdaság tartós és jelentős visszaesése esetén, a nemzetgazdasági egyensúly helyreállításához szükséges mértékben. Az Alaptörvény szövegéből következik továbbá, hogy – jelenleg és a jövőben is – az ország gazdasági egyensúlya fontosabb szempont, mint az Alkotmánybíróság kiterjedt alaptörvény-védelmi jogköre. Ezért, amíg az államadósság a GDP felét meghaladja, az Alkotmánybíróság a központi költségvetésről, a központi adókról (illeték, járulék, vám), valamint a helyi adók központi feltételeiről szóló törvények Alaptörvénnyel való összhangját kizárólag a következő jogok sérelmével összefüggésben vizsgálhatja felül és semmisítheti meg: élet és emberi méltóság, személyes adatok védelme, gondolat-, lelkiismereti és vallásszabadság, magyar állampolgársági jogok. Az **adósságot keletkeztető ügylet** és annak értéke:<sup>120</sup>

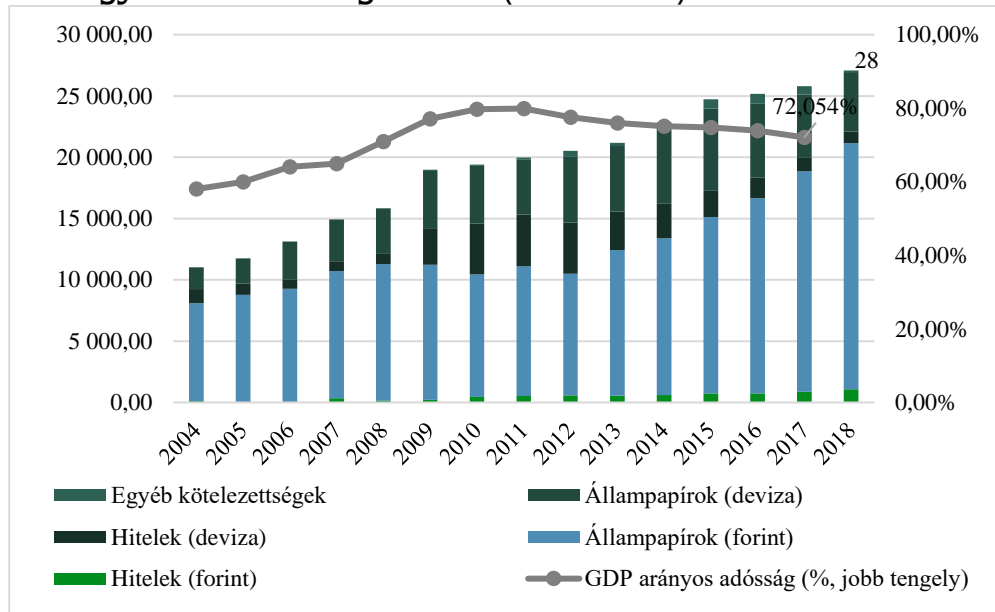
- hitel, kölcsön felvétele, átvállalása a folyósítás, átvállalás napjától a vég törlesztés napjáig, és annak aktuális tőketartozása,
- a számvitelről szóló törvény szerinti hitelviszonyt megtestesítő értékpapír forgalomba hozatala a forgalomba hozatal napjától a beváltás napjáig, kamatozó értékpapír esetén annak névértéke, egyéb értékpapír esetén annak vételára,
- váltó kibocsátása a kibocsátás napjától a beváltás napjáig, és annak a váltóval kiváltott kötelezettséggel megegyező, kamatot nem tartalmazó értéke,
- pénzügyi lízing lízingbevevői félként történő megkötése a lízing futamideje alatt, és a lízingszerződésben kikötött tőkerész hátralévő összege,
- a visszavásárlási kötelezettség kikötésével megkötött adásvételi szerződés eladói félként történő megkötése – ideértve az Szt. szerinti valódi penziós és óvadéki repougyuleteket is – a visszavásárlásig, és a kikötött visszavásárlási ár,
- a szerződésben kapott, legalább háromszázhatvanöt nap időtartamú halasztott fizetés, részletfizetés, és a még ki nem fizetett ellenérték,
- hitelintézetek által, származékos műveletek különbözeteként az Államadósság Kezelő Központ Zrt.-nél elhelyezett fedezeti betétek, és azok összege.

---

<sup>120</sup> 2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról 3. §



## A magyar államadósság értéke (milliárd Ft) és a GDP %-ában



Forrás: saját összeállítás az Államadósság Kezelő Központ (2018): Az államháztartás (maastrichti) adóssága alapján

2010-ben magas költségvetési hiány, alacsony növekedési potenciál és magas államadósság (GDP-arányosan 82 %) jellemezte Magyarországot. A magas adósság oka az ikerdeficit volt, amely a folyó fizetési mérleg hiányának és az államháztartás hiányának egyidejű fellépését jelöli. Mindkettő finanszírozása egyre inkább az adósságcsapda kialakulásának veszélyével fenyegetett. A magas tartalékszint fenntartása érdekében az államháztartás lejáró devizaadósságát rendszerint devizában újította meg. Emiatt a devizaadósság teljes adósságállományhoz viszonyított aránya nemzetközi összehasonlításban is magas maradt. Ezt a problémát tovább nehezítette a 2008-as pénzügyi válság, különösen az árfolyamok szétcsúszása miatt. A helyzet kezeléséhez magas fenntartható növekedésre volt szükség, és a sérülékenység csökkentése érdekében, úgy kellett a bevételeket növelni, hogy ösztönözze a növekedést. Ennek érdekében az adórendszerben a jövedelmek helyett a fogyasztást adóztatták meg jobban, emellett válságadókat vetettek ki. 2011 után sikerült a maastrichti kritériumok fölött tartani a költségvetési hiányt. További fontos szempont volt az államadósság szerkezeti átalakítása, hogy az adósságon belül folyamatosan csökkenjen a devizaadósság aránya (jelenleg 22 %, 6 000 Mrd forint), amely 2011 végén még 50 % felett volt. Az alacsony jegybanki és kereskedelmi banki kamatok miatt a forint alapú államkötvény a magyar háztartások körében is kedvelt megtakarítási forma lett, az állampapírpiac ötöde a hazai lakossági befektetők kezében van. A magasabb belföldi arány a fennmaradó államadósság finanszírozását is biztonságosabbá teszi, mivel így kisebb mértékben hat rá a nemzetközi piacok hangulata és

megítélése. Az ország nemzetközi hitelminősítése is kedvezően alakul. Az államadósság finanszírozásának költsége is csökkent a kamatok csökkenésével, a kamatkiadások 2017-ben már csupán a GDP 2,8 %-át tették ki, 2012-ben még 4,6 %-os volt az arány. Magyarországon azonban továbbra is sajátos kettősség figyelhető meg, ugyanis annak ellenére, hogy GDP arányosan enyhe mértékben csökken az államadósság, annak nominális összege folyamatosan növekszik.

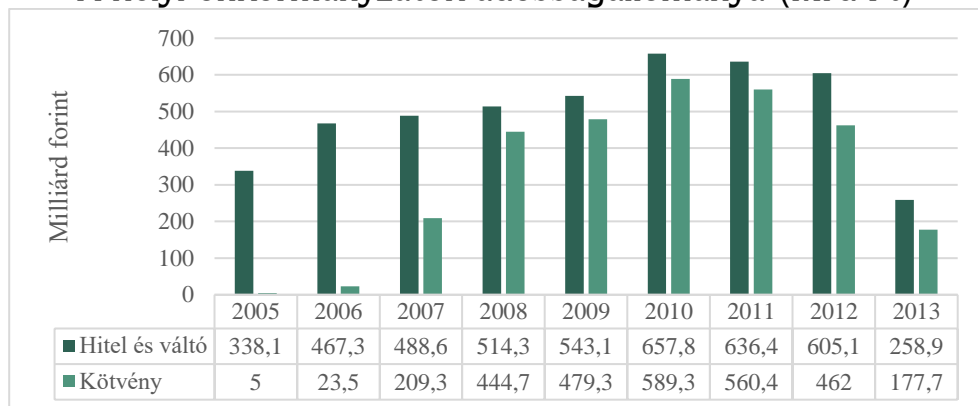
Az államháztartás központi alrendszere finanszírozási igényének teljesítése és államadósság kezelése érdekében végzett pénzügyi műveletekről az államháztartásért felelős miniszter az Államadósság Kezelő Központ Zrt. útján gondoskodik. Feladatai közé tartozik, hogy a szervezi az államháztartás központi alrendszere adósságot keletkeztető ügyletből származó része terhére elszámolandó állampapír-kibocsátást, hitelfelvételt és adósság-átvállalást, elkészíti a központi költségvetés éves és középtávú finanszírozási tervét, kidolgozza az adósság finanszírozási stratégiáját, gondoskodik a központi költségvetés fizetőképességének fenntartásáról és szabad pénzeszközeinek kezeléséről, szervezi a másodlagos állampapír-piacot, hitel-betét műveleteket végez, elemzi az adósságszolgálat és az állampapírpiac folyamatait.

Az Alaptörvény értelmében,<sup>121</sup> a **helyi önkormányzat** érvényesen kizárólag a Kormány előzetes hozzájárulásával vállalhat a Polgári Törvénykönyv szerinti kezességet és garanciát, valamint köthet adósságot keletkeztető ügyletet.<sup>122</sup> A települési önkormányzat adósságot keletkeztető ügyletet csak abban az esetben köthet, ha a hatályos helyi adó rendelete alapján a helyi iparüzési adót vagy a helyi adókról szóló törvény szerinti vagyoni típusú adók közül legalább az egyiket vagy a magánszemélyek kommunális adóját bevezette. Az önkormányzat adósságot keletkeztető ügyletből származó tárgyévi összes fizetési kötelezettsége az adósságot keletkeztető ügylet futamidejének végéig egyik évben sem haladhatja meg az önkormányzat adott évi saját bevételeinek 50%-át. Továbbá nem indíthat új fejlesztést, ha adósságot keletkeztető ügyletéhez kapcsolódó tárgyévi összes fizetési kötelezettsége eléri vagy meghaladja azt a mértéket. Ezzel párhuzamatosan az Mötv. jelentősen átalakította a helyi önkormányzatok gazdasági alapjait, amelyre azért volt szükség, mert az önkormányzati túlzott pénzügyi önállóságot számtalan kritika érte, a túlzott eladósodottság kezelhetetlenné vált.

<sup>121</sup> Magyarország Alaptörvénye 34. cikk

<sup>122</sup> 2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról 10. § és 353/2011. (XII. 30.) Korm. rendelet az adósságot keletkeztető ügyletekhez történő hozzájárulás részletes szabályairól

## A helyi önkormányzatok adósságállománya (Mrd Ft)



Forrás: A helyi önkormányzatok adósságállományának évenkénti alakulása az önkormányzatok beszámolója alapján 2005–2013.

A magyar települési önkormányzatok a 2002–2008 között felhalmozott adósságállományának teljes mértékű állami konszolidációjára 2011 és 2014 között került sor. A 2002-től 2005-ig tartó időszakban az önkormányzatoknak összességében viszonylag állandó, 250 milliárd forint mértékű adósságállománya volt. A helyi önkormányzati alrendszer adósságállománya 2005 és 2010 között viszont meredek emelkedést mutatott, az adósságállományuk 2002–2010 között ötszörösére emelkedett, amely 2011 év végén 1375 milliárd forint volt, nemzetgazdasági szinten a GDP 4,7%-a. Az emelkedésben fontos szerepet játszott, hogy az adósság jelentős része devizában keletkezett és a forint gyengülése megemelte az adósságállományt, de a korábban szokatlan és alig használt kötvényállomány aránya is 51,7%-ra duzzadt. Ebből az adósságállományból a főváros és a fővárosi kerületek 24%-ban, a megyei jogú városok és városok 68%-ban, a nagyközségek és községek 8%-ban részesedtek. Ha az adósságot a kamatokkal korrigált működési egyenlegükhöz (163 Mrd Ft) mérjük, a szektor több mint 10 év alatt tudta volna adósságát visszafizetni, úgy, hogy közben nem hajt végre új beruházást. 2011-ben az adósságprobléma megoldásaként a kormányzati több lépcsőben átvállalta azok jelentős részét: 2011-ben a 19 megyei önkormányzatok és főváros (197,6 Mrd Ft), 2012-ben 1740 ötezer fő alatti önkormányzatok (84,7 Mrd Ft), 2013-ben 279 ötezer fő feletti önkormányzat adóerő-képesség alapján (614,3 Mrd Ft), 2014 fennmaradt önkormányzat (472,3 Mrd Ft); összesen 2082 önkormányzat 1369 milliárd Ft értékben. Ennek következtében az egészségügyi és a legtöbb oktatási, szociális intézmény az államhoz került. A konszolidációra azért volt szükség, mert – bár a helyi önkormányzat veszteséges gazdálkodásának következményei a helyi önkormányzatot terhelik, kötelezettségeiért a központi költségvetés nem tartozik felelősséggel, de – az önkormányzati alrendszert terhelő adósságok a maastrichti kritériumok szempontjából is jelentőséggel bírnak. Ugyanakkor az önkormányzatok autonómiájuk jelentős részének feladásával túl nagy árat fizethettek azért, hogy az adósságuk terheitől megszabaduljanak.

